

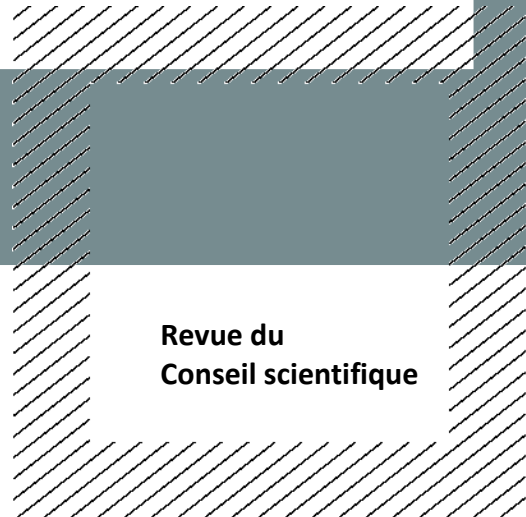


OCTOBRE 2017

**Gunther Capelle-Blancard, Université Paris
Panthéon-Sorbonne & Labex ReFi**

**LA TAXATION DES
TRANSACTIONS FINANCIÈRES :
UNE VRAIE BONNE IDÉE**

**Présentation au Conseil Scientifique de l'AMF du
14 septembre 2015 (article mis à jour depuis)**



**Revue du
Conseil scientifique**

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS



Cette publication a été coordonnée par la Division Études, Stratégie et Risques de l'Autorité des marchés financiers, et rédigée par les auteurs qui sont cités. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties. Sauf mention contraire, les données chiffrées ou autres informations ne sont valables qu'à la date de publication de chacune des études et sont sujettes à modification dans le temps. Toute copie, diffusion et reproduction de ces études, en totalité ou en partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

Avertissement — La « Revue du Conseil scientifique » est une publication qui présente des travaux d'étude et de recherche menés par les membres du Conseil scientifique ou des chercheurs issus du monde académique ou professionnel. Chaque étude reflète les vues personnelles de son ou ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'Autorité des marchés financiers ou de l'institution dans laquelle le ou les auteurs travaillent.

Dernière version (actualisée) : avril 2017

Gunther Capelle-Blancard Université Paris Panthéon-Sorbonne & Labex ReFi

Résumé

L'idée d'une taxe sur les transactions financières (TTF) est à la fois populaire et controversée. Elle renvoie à des préoccupations techniques délicates (aussi bien financières, économiques que juridiques), tout en ayant une forte portée symbolique.

La TTF est souvent présentée comme une douce utopie, impossible à mettre en pratique, à moins de représenter un « handicap insurmontable » pour les places financières. Les transactions boursières sont pourtant taxées au Royaume-Uni depuis le XVII^e siècle, sous la forme d'un droit de timbre (*stamp duty*) qui rapporte près de 4 milliards d'euros chaque année, sans que le développement de La City n'ait été entravé. Pratiquement tous les pays développés y ont eu recours et encore aujourd'hui plus d'une trentaine de pays dans le monde taxent les transactions financières, parmi lesquels la Suisse, Hong Kong ou Taiwan. Le projet européen de TTF est certes plus ambitieux que les dispositifs existants, notamment car il prévoit une assiette large incluant les instruments dérivés et le *trading* haute fréquence. Mais il n'y a pas lieu de croire que la TTF soit nécessairement un handicap.

Si la TTF est aussi populaire, c'est sans aucun doute en réaction à l'explosion des volumes de transaction que l'on observe avec la libéralisation financière depuis la fin des années 1970. Celle-ci a longtemps été saluée par la plupart des économistes qui y voyaient un puissant moteur pour la croissance. Entre 1975 et 2015, au niveau mondial, alors que le PIB a été multiplié par 15, la capitalisation boursière a été multipliée par 50 et le montant des transactions boursières par 300. La question se pose aujourd'hui de savoir si la croissance des transactions financières n'est pas excessive. Les bénéfices potentiels en termes de liquidité sont minimes et se font au prix d'une plus grande opacité et d'une défiance accrue vis-à-vis des marchés.

En pratique, l'effet de la TTF est modeste. Les études empiriques montrent globalement une baisse des volumes de transaction à court terme. Pour ce qui est de l'introduction de la TTF en France en 2012, par exemple, la baisse estimée se situe entre 10 et 20 %. Cette baisse est significative, mais faible comparée à la hausse tendancielle des volumes sur les marchés. Rien qu'en 2015 par exemple, les transactions sur actions françaises ont augmenté de près de 30 %. En pratique, donc, la TTF ne limite guère la croissance des marchés financiers ; au plus, ralentit-elle cet essor de quelques trimestres. Il y a, en outre, très peu de signes d'un impact significatif sur la liquidité des titres. La TTF, du moins telle qu'elle est pratiquée aujourd'hui, ne semble pas non plus avoir d'effet sur la volatilité des marchés – ni à la hausse, ni à la baisse. Autrement dit, ce n'est ni l'apocalypse redoutée par certains, ni la panacée espérée par d'autres.

Le design de la TTF est évidemment crucial. Les craintes concernant une possible délocalisation de l'activité financière paraissent toutefois exagérées. Le double principe d'émission et de résidence crée les conditions d'une taxe applicable très largement, quelle que soit l'origine de la transaction. Aujourd'hui, les TTF ne s'appliquent qu'aux transferts de propriétés, ce qui exclut de fait les transactions intra-journalières. Entre 80 % à 90 % des transactions apparaissent ainsi exemptés de la TTF en France ou au Royaume-Uni. Taxer les transactions intra-journalières nécessite de revoir en profondeur le dispositif de collecte pour disposer d'une information fiable sur les transactions, y compris les transactions haute-fréquence et/ou celles réalisées sur les plateformes de négociation alternatives.

Il s'avère, au final, que la TTF présente les atouts qui font un bon impôt : la TTF est peu distorsive, les recettes fiscales sont potentiellement élevées et les frais de recouvrement minimes ; elle a en outre un effet redistributif. L'équivalent du *stamp duty* britannique étendu aux principaux pays du monde, permettrait de lever, malgré ses très nombreuses exemptions, 100 milliards de dollars par an. L'étendre aux instruments dérivés et aux transactions intra-journalières apporterait des recettes supplémentaires, tout en améliorant la transparence sur les marchés financiers.

INTRODUCTION

En 2011, la Commission européenne a officiellement présenté son projet de taxation des transactions financières. Ce projet, très ambitieux, a suscité pas mal d'enthousiasme, mais après six années d'âpres débats, il n'a toujours pas abouti. De réunions en réunions, les négociations s'éternisent.¹ Entre temps, la France en 2012, puis l'Italie en 2013, ont décidé unilatéralement de taxer les transactions boursières. Cela a suscité, à chaque fois, une levée de bouclier, sans pourtant que l'on n'observe d'effets négatifs notables sur le fonctionnement de ces marchés. Aux États-Unis, c'est devenu un thème de campagne des élections présidentielles. Le sujet a également été abordé lors de la COP 21 à Paris, pour être ensuite abandonné.

Depuis maintenant six ans, l'idée est donc vivement débattue. Sans grand succès certes, mais les évidences empiriques se renforcent, les arguments se précisent. La taxation des transactions financières va rester dans les prochaines années au centre de nombreuses discussions. Et non sans raison. Au fond, comme nous le détaillerons ici, les taxes en vigueur aujourd'hui ont très peu d'impact sur la liquidité ou la stabilité des marchés, et il est probable qu'il en soit de même des initiatives à venir. Mais le symbole est fort parce qu'il s'agit de réaffirmer la volonté de réformer le système financier, d'abandonner le dogme de l'efficacité des marchés, et de donner un nouveau souffle à la fiscalité dans un monde globalisé.

La TTF : une idée très populaire...

« Taxe Tobin », « Taxe Robin des bois » ou « TTF », quel que soit le nom qu'on lui donne, l'idée de taxer les transactions financières est très populaire. À l'automne 2015, François Hollande recevait une pétition, signée par plus d'un million de personnes, en faveur d'une telle initiative.² Les sondages sont d'ailleurs unanimes : l'opinion publique est très majoritairement favorable à un prélèvement obligatoire, à taux très faible, sur les transactions financières. C'est le cas des deux tiers des européens, dont les trois-quarts des français, des allemands et des italiens.³ Et on retrouve pratiquement le même niveau d'adhésion dans la plupart des pays riches, que ce soit au Canada, aux États-Unis ou au Japon.⁴

Le principe de la TTF est à la fois simple et séduisant : étant donné l'ampleur considérable des transactions réalisées sur les marchés financiers, il suffirait d'appliquer une taxe à taux extrêmement faible pour lever des recettes fiscales importantes, sans qu'il n'y ait d'incidences fâcheuses sur le bon fonctionnement des marchés, ni sur l'économie. Une assiette large et un taux faible, deux ingrédients généralement attrayants. C'est d'ailleurs ce qui explique que de telles taxes aient vu le jour depuis si longtemps (peu de temps après la naissance des marchés boursiers) et dans de nombreux pays (y compris sur des places financières de première importance).

Les partisans de la TTF font valoir qu'elle pourrait être utilisée pour freiner l'essor des marchés de capitaux, ralentir la spéculation à court terme et contenir le *trading* haute-fréquence.⁵ L'objectif se présente sous diverses formes mais l'ambition est, en fait, toujours la même : tenter de réduire les rentes qui existent sur les marchés financiers, liées à certaines activités non-productives dont l'utilité sociale est douteuse.

La TTF peut être également un instrument efficace pour lever de nouvelles recettes fiscales. Les taxes en vigueur aujourd'hui alimentent directement le budget des États, mais les plus ardents défenseurs de la TTF se comptent parmi les ONG (Attac, Oxfam, *Stamp-out-Poverty*...) qui plaident en faveur d'une affectation spécifique à l'aide au développement ou à la lutte contre le changement climatique.

¹ Voir l'essai de S. Schulmeister, 2015, « The struggle over the Financial Transactions Tax. A politico-economic farce », *Revue de l'OFCE*, 5 (141), 15-55.

² http://www.oxfamfrance.org/communiqu%C3%A9-presse/taxe-sur-transactions-financieres/1-million-soutiens-taxe-ambitieuse-sur?utm_source=oxf.am&utm_medium=ZWHn&utm_content=redirect

³ Eurobaromètre Standard n°74 (déc. 2010) à 81 (juin 2014).

⁴ ITUC Global Poll 2012. TNS Opinion.

⁵ Le *trading* haute fréquence (ou HFT, pour *High frequency trading*) consiste à passer une multitude d'ordres en un temps record (de l'ordre de la milliseconde) à partir d'algorithmes et d'ordinateurs surpuissants. Les traders haute-fréquence font souvent aussi usage des services de colocation offerts par les Bourses pour installer leur serveur informatique au plus près et augmenter encore la vitesse d'exécution de leurs ordres. D'après un rapport de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) en 2014, le *trading* haute fréquence représente en Europe près de la moitié du montant total des transactions et plus de deux tiers du nombre d'ordres.

... mais controversée

La TTF est ainsi, très certainement, la taxe la plus populaire au monde. Populaire donc, mais en même temps particulièrement controversée. Les opposants à la TTF font valoir qu'elle serait contre-productive : loin de réduire l'instabilité des marchés, cette taxe contribuerait à augmenter la volatilité en diminuant la liquidité. Les critiques tournent d'ailleurs souvent à la caricature. Pour ses détracteurs, ce ne serait rien de moins qu'une « folie »⁶, un « suicide »⁷, une « lourde erreur »⁸, etc. Et ceux qui la défendent sont souvent considérés comme naïfs, voire incompetents ou populistes. Cette outrance est, en fait, assez curieuse ; cela revient à complètement ignorer les expériences existantes.⁹

Quoiqu'il en soit, certaines craintes sont évidemment à prendre au sérieux – sans pour autant les surestimer. Comme toute taxe, la TTF crée des distorsions, mais ces coûts doivent être mis au regard des bénéfices de la taxe. Et surtout, tout dépend de la façon dont la TTF est conçue ; or la plupart de ses opposants se contente de rejeter en bloc son principe même, sans jamais évoquer son design.

Cet article prend résolument parti pour la taxation des transactions financières, et notamment pour le projet de la Commission européenne. Le propos se veut toutefois rigoureux, objectif et mesuré. Il est organisé en cinq parties.

- La partie 2 rappelle que la taxation des transactions financières est une idée ancienne, pratiquée dans de nombreux pays et encore en vigueur aujourd'hui sur plusieurs places financières de premier plan. Il n'y a donc aucune raison de penser que la TTF soit foncièrement incompatible avec le développement des marchés financiers, qui ont par ailleurs connu un essor considérable. En quarante ans, au niveau mondial, le montant des transactions boursières a progressé vingt fois plus rapidement que le PIB ; pour ce qui est de la France, les transactions ont été multipliées par 25 en 25 ans. Alors qu'aujourd'hui les transactions sont déclenchées à la milliseconde, il paraît légitime de s'interroger sur l'utilité sociale d'un tel volume d'activité sur les marchés financiers.
- La partie 3 s'intéresse à l'impact de la TTF sur la liquidité et la volatilité des marchés. Il ressort des études académiques que cette taxe réduit les volumes de transactions, de l'ordre de 20 %, sans toutefois avoir d'effet significatif sur la liquidité et volatilité des cours boursiers. La TTF – du moins telle qu'elle se pratique aujourd'hui – est peu efficace comme instrument de régulation financière ; mais elle ne constitue pas un handicap pour le financement des entreprises et ne nuit pas à leur compétitivité.
- La partie 4 examine en détail le design de la TTF, notamment les questions de périmètre et d'assiette, et montre comment le projet de la Commission européenne a été conçu pour s'adapter efficacement à la mondialisation financière et limiter les phénomènes de délocalisations. La mise en œuvre d'une taxe internationale sur les transactions financières se heurte surtout au manque de coopération des États en matière fiscale. Les débats techniques portent aujourd'hui essentiellement sur la taxation des instruments dérivés et la prise en compte des transactions intra-journalières, qui représentent la très grande majorité des volumes aujourd'hui mais qui sont, de fait, exemptées par les taxes en vigueur.
- La partie 5 aborde la question de la TTF sous l'angle budgétaire. La TTF avec son assiette large et son faible taux présente de nombreux atouts : il s'agit d'un impôt peu distorsif, qui génère,

⁶ David Cameron, Premier ministre britannique, *The Telegraph*, 26 janvier 2012.

⁷ Lorenzo Bini Smaghi, Président de la Société générale, *Les Echos*, 19 octobre 2015.

⁸ Lettre ouverte signée par sept éminents experts du secteur bancaire et financier, dont Jacques de Larosière (ancien directeur général du FMI) et Jean-Claude Trichet (ancien président de la Banque centrale européenne). <http://www.paris-europlace.net/files/file5716477.pdf>

⁹ Sur la rhétorique bancaire, voir J. Couppey-Soubeyran, « Blablabaque : Le discours de l'inaction », Ed. Michalon, sept. 2015.

potentiellement, des revenus élevés moyennant des frais de recouvrement minimes. Etendu aux principaux pays du monde, le *stamp duty* britannique, malgré ses nombreuses exemptions, permettrait de collecter environ 100 milliards de dollars par an. Ce montant pourrait être largement augmenté en adaptant le dispositif de collecte de la TTF pour y inclure les transactions intra-journalières sur instrument dérivés, ce qui aurait, en outre, pour résultat d'améliorer la transparence sur les marchés financiers.

1. LA TTF : UNE TAXE SIMPLE TRÈS RÉPANDUE

La taxation des transactions financières a une longue histoire, pratiquement aussi ancienne que celle des bourses elles-mêmes. Elle est appliquée de façon ininterrompue depuis plus de trois siècles par le Royaume-Uni, et quasiment tous les États y ont eu recours. Jusqu'à la fin du XX^{ème} siècle, elle était pratique courante sur les principales places financières, mais avec la mondialisation et la libération des marchés, de nombreux pays industrialisés ont supprimé leur dispositif : les États-Unis dès 1966, l'Allemagne en 1991, le Japon en 1999, etc. Dans le même temps, la plupart des pays émergents en Amérique latine et en Asie ont introduit une TTF.

Alors qu'elle semblait lentement en voie de disparition, du moins dans les pays occidentaux, la TTF a connu un net regain d'intérêt avec la crise. Plus d'une trentaine de pays disposent aujourd'hui d'une TTF et une dizaine d'autres envisagent de le faire.

1.1. UN BREF PANORAMA

■ Au Royaume-Uni, le *stamp duty* est le plus vieil impôt

L'exemple le plus connu de TTF est sans aucun doute le *stamp duty* britannique. Instaurée en 1694 sous la forme d'un droit de timbre, cette TTF n'a depuis jamais été supprimée. C'est d'ailleurs, semble-t-il, le plus vieil impôt en vigueur aujourd'hui au Royaume-Uni.

Plus de trois siècles après sa création, le *stamp duty* fait figure de modèle. En pratique, le Trésor britannique prélève une taxe de 0,5 % sur les achats d'actions émises par les sociétés britanniques. Cette taxe est redevable quelle que soit la nationalité ou la résidence des contreparties – autrement dit, qu'ils soient eux-mêmes britanniques ou non. En revanche, les émissions d'actions ne sont pas taxées, tout comme les activités de teneur de marché qui contribuent à la liquidité des titres. Depuis 2014, les actions des petites entreprises à fort potentiel de croissance sont également exemptées.¹⁰

La taxation des transactions financières au Royaume-Uni rapporte chaque année à l'État entre 2,5 et 4 milliards de livres sterling. Les coûts de collecte sont par ailleurs modiques : de l'ordre de seulement 0,02 pence par livre sterling collectée, soit un coût 75 fois moins élevé que pour l'impôt sur le revenu.¹¹

Le succès du *stamp duty* tient à l'application du principe dit d'émission. C'est la nationalité de l'entreprise qui émet les actions qui délimite géographiquement le périmètre de la taxe, et non celle des contreparties ou des intermédiaires qui réalisent la transaction. En outre, le fait qu'il s'agisse d'un droit de timbre offre une base juridique forte et contraignante. Ce dispositif est relativement difficile à contourner, ce qui limite l'évasion fiscale. Il n'y a pas de données précises sur cette question, mais plus de la moitié des recettes serait payée par des étrangers.

¹⁰ En pratique, la collecte repose sur deux dispositifs distincts selon que les actions sont achetées par voie électronique (*Stamp Duty Reserve Tax*, SDRT) ou non (*Stamp Duty on Shares*). <https://www.gov.uk/topic/business-tax/stamp-duty-on-shares>

¹¹ M. Hawkins et J. McCrae, 2002, « Stamp duty on share transactions: Is there a case for change? », *Institute for fiscal studies*.

De nombreux pays parmi les anciennes colonies ou protectorats de l'Empire britannique, comme l'Irlande, l'Afrique du Sud, Hong Kong, ou le Zimbabwe ont hérité de ce droit de timbre et conservent donc aujourd'hui une TTF.

■ La Suède : une taxe mal conçue

En janvier 1984, la Suède a décidé d'introduire une taxe de 0,5 % sur l'achat ou la vente d'actions. En juillet 1986, le taux fut doublé, et en janvier 1989, une autre taxe fut créée pour les titres de dettes (titres de créances négociables et obligations) avec un taux de 0,002 % à 0,003 % en fonction de l'échéance. Cette taxe a été abolie en avril 1990 et celle sur les actions fin 1991, après que son taux soit repassé à 0,5 % au début de l'année.

Cette TTF s'est révélée être un échec : les volumes de transactions à la Bourse de Stockholm ont diminué après 1986, alors qu'ils ont plutôt eu tendance à augmenter dans les autres pays. Les recettes fiscales étaient relativement modestes, de l'ordre de 6 milliards de couronnes suédoises (soit environ 0,8 % des recettes fiscales totales).

L'échec de la TTF suédoise tient principalement aux délocalisations qu'elle a engendrées, au profit de La City notamment. La taxe ne s'appliquait en effet qu'aux transactions réalisées par des intermédiaires suédois, ce qui rendait son contournement très facile. D'après Umlauf (1993), plus de la moitié de l'activité sur les titres des grandes entreprises suédoises cotées a ainsi migré à Londres à la fin des années 1980. En revanche, cette TTF n'a pas conduit à un surcroît d'instabilité. Les transactions ont simplement migré d'une place à l'autre, mais il n'y a pas eu d'effet significatif sur la volatilité, contrairement à ce qui est souvent rapporté.

Les avis sont unanimes. La TTF suédoise était, dans un contexte de libéralisation financière, mal conçue ; c'est l'exemple à ne pas suivre. Mais ce n'est qu'un exemple parmi d'autres...

■ En France : de l'Impôt sur les opérations de bourse (IOB) à la TTF

La France a créé l'IOB en 1893, suite à plusieurs scandales bancaires et financiers.¹² L'IOB a été amendé de nombreuses fois, mais est resté en vigueur pendant plus d'un siècle, avant d'être supprimé en 2008. L'année précédant son abrogation, en 2007, le taux était de 0,3 % pour les transactions en-deçà de 153 000 € et de 0,15 % au-delà.¹³

À la différence du Royaume-Uni, mais comme en Suède, l'IOB s'appliquait aux opérations effectuées par des intermédiaires financiers établis en France, que ces opérations portent sur des titres d'entreprises françaises ou non.¹⁴ Avec la libéralisation des flux de capitaux, la taxe est devenue dans les années 1980, facilement contournable. À partir des années 2000, l'IOB ne rapportait plus qu'entre 200 et 300 millions d'euros par an, malgré une très forte augmentation des volumes de transactions. Dans ce contexte, l'IOB fut abrogé en 2008¹⁵ avec comme principal objectif de renforcer la compétitivité de la place financière de Paris.¹⁶

L'IOB était, comme la TTF suédoise, mal adapté au contexte de libéralisation financière. Toutefois, son abrogation en 2008 n'a pas eu les effets positifs escomptés : il n'y a eu aucun effet significatif sur la liquidité des titres cotés sur Euronext Paris, ni sur leur volatilité.¹⁷

¹² http://www.lemonde.fr/idees/article/2012/01/16/les-enjeux-de-la-taxe-tobin_1630126_3232.html

¹³ L'IOB était accompagné d'un abattement forfaitaire de 23 € (soit une exonération pour les transactions inférieures à 7 667 €) et plafonné à 610 €. Il existait par ailleurs un certain nombre d'exemptions. *Code général des impôts*, Articles 978, 979 et 980bis.

¹⁴ *Code général des impôts*, Article 982 et DB7 N12.

¹⁵ Loi n°2007-1822, Article 11, 24 décembre, 2007.

¹⁶ Voir, par exemple, Ph. Marini, alors rapporteur général de la commission des finances du Sénat : *"le Haut Comité de place (...) a pu constater que cet impôt était un frein au développement de la place de Paris. L'impôt sur les opérations de bourse pèse en effet sur les frais de transaction et incite les investisseurs à réaliser depuis l'étranger leurs transactions sur des valeurs cotées sur Euronext via des intermédiaires financiers non établis en France, ce qui est très aisé."* Débats Sénat première lecture, séance du vendredi 23 novembre 2007.

¹⁷ http://www.senat.fr/commission/fin/pjlf2008/06_bisa/06_bisa0.html

¹⁷ Pour une analyse détaillée, cf. Capelle-Blancard G., 2017, « The abolition of the "Impôt sur les opérations de bourse" did not foster the French stock market », *Finance Research Letters*, 17, 257-266.

Quatre ans (et une crise financière mondiale) après l'abrogation de l'IOB, la France a introduit une nouvelle TTF en août 2012. Cette taxe vise les échanges d'actions, ou assimilés, des entreprises dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse 1 milliard d'euros.¹⁸ Son taux est de 0,3 % (le taux était initialement de 0,1%, mais a été doublé avant sa mise en application en 2012, avant d'être augmenté de nouveau en 2017). Une centaine de sociétés sont assujettis. Cette TTF s'apparente bien plus au *stamp duty* britannique qu'à l'IOB ou à la TTF suédoise, et adopte le principe d'émission. Elle est en effet redevable par tous les intervenants, quelle que soit leur nationalité et leur localisation.

Cette taxe ne s'applique qu'aux transactions donnant lieu à un transfert effectif de propriété et exclut, de fait, les opérations d'achat et de ventes réalisées dans une même journée, en particulier donc les opérations de *trading* haute fréquence.

Les recettes fiscales de la TTF en France sont modestes, inférieures à un milliard d'euros. Cela représente, environ 0,2 % des recettes fiscales totales de l'État (et, pour l'anecdote, une somme à peu près équivalente au prélèvement sur le produit des jeux dans les casinos). À titre de comparaison, c'est trois à quatre fois moins que les recettes fiscales du *stamp duty* britannique.

Au final, le bilan est donc assez mitigé. La TTF française est clairement mieux adaptée que l'IOB, l'application du principe d'émission lui permettant d'avoir une base solide. Un an après l'introduction de la TTF en France, l'Italie a d'ailleurs adopté une taxe relativement similaire. Dans la partie suivante, nous montrerons, en outre, que ces taxes n'ont pas eu d'effets négatifs notables sur la liquidité du marché, encore moins sur la volatilité. Les nombreuses exemptions, ainsi que l'exonération des transactions intra-journalières limitent toutefois fortement son rendement. Nous reviendrons sur ce point dans la dernière partie consacrée au *design* de la TTF.

■ La Suisse, Hong Kong, Taïwan : des places financières de premier plan

À partir des années 1990, pratiquement tous les pays européens ont abandonné la TTF (l'Espagne en 1988, les Pays-Bas en 1990, l'Allemagne et la Suède en 1991, la Norvège en 1993, le Portugal en 1996, l'Italie en 1998, le Danemark en 1999, l'Autriche en 2000). Parmi les contre-exemples, outre le Royaume Uni, citons la Belgique¹⁹, l'Irlande²⁰ et la Suisse²¹ – autant de pays qui ne sont pourtant pas réputés pour avoir une fiscalité particulièrement lourde.

Parallèlement, beaucoup de pays émergents ont introduit une TTF, principalement en Amérique latine et en Asie. Le Japon a certes abandonné la TTF en 1999, mais la Corée du Sud, Hong Kong, Taïwan et Singapour ont conservé leur dispositif. Là encore, ces pays se caractérisent par un taux global de prélèvement obligatoire assez faible. Ils figurent également parmi les places financières émergentes les plus dynamiques.

Le graphique 1 présente les revenus générés depuis 1980 par différents dispositifs de taxation des transactions financières, en pourcentage des recettes fiscales totales. Parmi les pays européens (Graphique 1a), c'est donc la Suisse, l'Irlande et le Royaume-Uni qui tire proportionnellement le plus de revenus de la TTF. En Asie (Graphique 1b), Hong Kong et Taïwan collecte entre 5 % et 10 % de leurs recettes fiscales via ce dispositif.

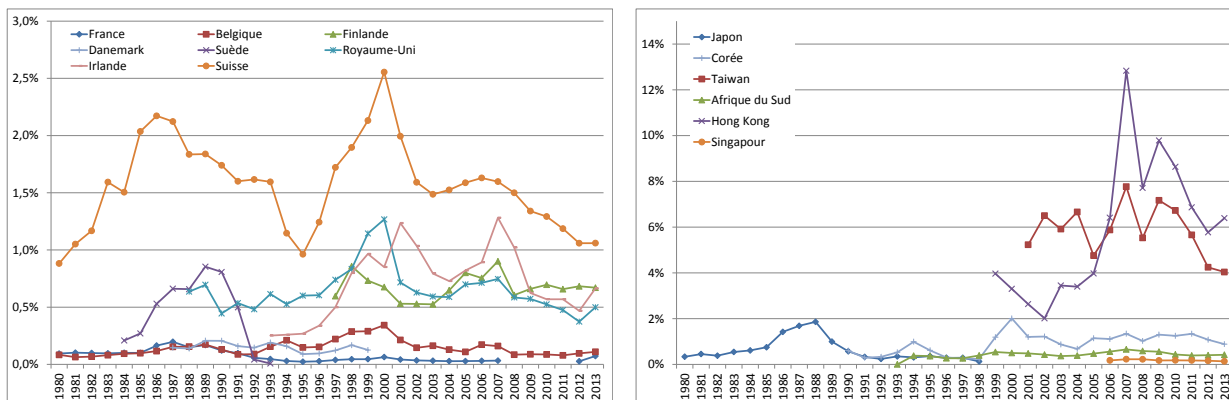
¹⁸ Article 5 de la loi de finances rectificative pour 2012 (loi n°2012-354).

¹⁹ En Belgique, la taxe sur les opérations de bourse (TOB) existe depuis 1913. Elle est similaire à l'ancien impôt sur les opérations de bourse français et est redevable dès lors qu'une institution financière établie en Belgique est partie prenante (Articles 120 et suivants du Code des taxes et droits divers). Au lendemain de la crise, le taux d'imposition a été augmenté, d'abord temporairement, puis définitivement. Il est actuellement de 0,27% pour les échanges d'actions sur le marché secondaire, avec un plafond à 2 000 €, de 1,32% pour les fonds de capitalisation et de 0,09% pour les obligations. Les recettes fiscales sont inférieures à 100 millions d'euros.

²⁰ Cette taxe a été créée en 1937 sur le modèle du *stamp duty* britannique. Son taux est de 1% (*Stamp Duties Consolidation Act 1999*). En 2013, les recettes fiscales étaient de 250 millions d'euros. www.revenue.ie/en/about/publications/statistical-reports.html

²¹ Le droit de timbre suisse (*Umsatzabgabe*) a été créé en 1918, puis réformé en 1973. Il porte sur le transfert de propriété de titres, à caractère onéreux, réalisé par un intermédiaire financier suisse habilité, le « commerçant de titres ». Les taux sont de 0,15% pour les titres suisses et de 0,3% pour les titres étrangers. Cette taxe rapporte environ 3 milliards de francs suisses. <https://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/19730173/index.html>.

Graphique 1 : Comparaison des revenus liés à la TTF dans différents pays
(en % des recettes fiscales totales)



Sources : OCDE (DOI: 10.1787/tax-data-fr) sauf pour le Royaume-Uni (HM Revenue and Customs, Commission européenne (SEC(2011) 1102 final, Vol. 9). Calcul : auteur.

Que retenir de ce panorama ?

- **La TTF existe dans de nombreux pays, très différents les uns et des autres, et souvent depuis très longtemps. À l'évidence, cela n'a pas empêché le développement des places financières de Londres, de Suisse ou de Hong Kong, qui sont parmi les plus importantes au monde. À minima, l'idée selon laquelle la TTF serait utopique, irréaliste, impraticable doit être rejetée.**
- **Dans les pays où la TTF existe, les crises financières ne sont ni plus, ni moins fréquentes que dans les autres. On remarquera aussi que la TTF n'a jamais vraiment freiné l'euphorie boursière : qu'il s'agisse des États-Unis avant le grand krach boursier de 1929 ou du Japon des années 1980, les deux plus célèbres épisodes de bulles spéculatives au XXe siècle se sont déroulés dans des pays disposant de la TTF. La TTF n'est guère efficace pour limiter l'emballement des marchés.**
- **D'un pays à l'autre, le bilan de la TTF varie énormément. Pour la plupart des pays qui la pratiquent, il s'agit d'une ressource fiscale relativement stable et peu distorsive. En revanche, pour la Suède, l'expérience s'est révélée être un échec. Il convient donc d'accorder une grande attention aux modalités de taxation.**

Encadré. Controverses autour de la TTF européenne

Le 28 septembre 2011 la Commission européenne a adopté une proposition de directive sur un projet de TTF pour toute l'Union européenne. C'est la première fois qu'une telle initiative était lancée à un niveau supranational. Un an plus tard, il était clair que l'unanimité, nécessaire pour ce qui touche au domaine fiscal, ne serait pas atteinte. Les discussions ouvraient toutefois la porte à la possibilité d'une coopération renforcée entre les États membres favorables au projet. La décision autorisant onze États membres à établir, par le biais de la coopération renforcée, un système commun de TTF fut adopté le 12 décembre 2012 par le Parlement européen et le 22 janvier 2013 par le Conseil de l'UE. Les onze pays concernés étaient : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, l'Estonie, la France, la Grèce, l'Italie, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie. Indépendamment des enjeux associés à la TTF, le fait de recourir à une procédure de coopération renforcée serait une première en matière fiscale et ouvrirait la voie à une meilleure harmonisation fiscale en Europe.

Le 14 février 2013, la Commission a publié son projet. Le projet initial est ambitieux : il prévoyait une taxe de 0,1 % sur les transactions sur actions et obligations et de 0,01 % sur les transactions sur produits dérivés. Selon la proposition de la Commission européenne, la taxe s'appliquerait dès lors qu'au moins un des participants à la transaction est établi dans l'un des pays qui l'ont adoptée (« principe de résidence ») ou dès lors que la transaction implique un instrument financier émis dans l'un de ces pays (« principe du lieu d'émission »), et ce quel que soit l'endroit où la transaction a lieu. Par ailleurs, il n'était a priori question d'exempter ni les transactions entre institutions financières (banques, sociétés d'assurance, fonds de

placements, *hedge funds*...), ni les transactions intra-journalières. Le revenu estimé serait de l'ordre de 30 à 35 milliards d'euros par an.

Ce projet a suscité de très vives polémiques. D'abord annoncée pour 2014, la taxe a été promise pour 2015, puis repoussée en 2016. Entre temps, l'idée de taxer les échanges obligations a, semble-t-il, été abandonnée et les teneurs de marché seront probablement exemptés. Par ailleurs, l'Estonie a finalement jeté l'éponge – sachant qu'il faut au minimum neuf pays pour appliquer une procédure de coopération renforcée. Ainsi, les débats s'éternisent, et on ignore aujourd'hui si ce projet verra bien le jour...

1.2. TOO MUCH FINANCE?

Si la TTF est aussi populaire, c'est clairement en réaction à l'explosion des volumes de transaction que l'on observe avec la libéralisation financière depuis la fin des années 1970. Celle-ci a longtemps été saluée par la plupart des économistes, qui y voyaient un puissant moteur pour la croissance. Mais aujourd'hui la question se pose de savoir si les marchés financiers ne sont pas « au-delà d'une taille socialement raisonnable ».²²

■ L'évolution des transactions financières en chiffres

Entre 1975 et 2015, au niveau mondial :

- Le PIB²³ a été multiplié par 15 ;
- La capitalisation boursière²⁴ a été multiplié par 50 ;
- Le montant des transactions boursières²⁵ a été multiplié par 300.

En quarante ans, le rapport du montant total des transactions boursières sur le PIB est passé de 5 % à une fourchette comprise entre 125 % et 180 %.²⁶ Sur la même période, le montant total des transactions boursières rapporté à la capitalisation boursière, i.e. le taux de rotation des actions, est passé de 25 % à une fourchette comprise entre 150 % et 300 % environ.

Comme l'illustre le Graphique 2, on distingue nettement trois périodes.

- La première période, entre 1975 et 1995 où le montant total des transactions boursières augmente très rapidement (+20 % par an en moyenne), mais reste en deçà de 20 % du PIB.
- La deuxième période, entre 1995 et 2005 où la croissance des transactions est un peu moins soutenue (+17 % par an en moyenne) mais avec des volumes qui atteignent plus de 100 % du PIB, avec un pic à près de 150 % en 2000.
- La troisième période, entre 2005 et 2015, où la croissance des transactions ralentit encore (+7 % par an en moyenne) mais devient très heurtée, et par ailleurs plus difficile à apprécier du fait de la multiplication des plateformes de *trading*.

²² Cette expression fait référence aux propos tenus en 2009 par Lord Adair Turner, alors président de la FSA (l'autorité de régulation britannique), qui déclarait que le secteur financier au Royaume-Uni était « *beyond a socially reasonable size* ». cf. *infra*.

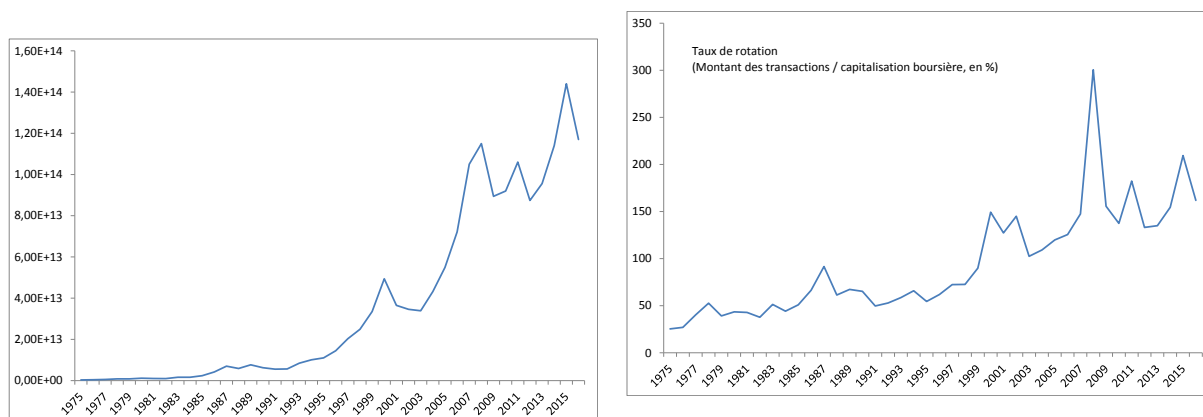
²³ En 1974, le PIB mondial était inférieur à 6 000 milliards de dollars, contre environ 80 000 milliards en 2014. Source des données : Banque mondiale.

²⁴ En 1974, la capitalisation boursière mondiale était inférieure à 1 300 milliards de dollars, contre environ 64 000 milliards en 2014. Source des données : World Federation of Exchanges .

²⁵ En 1974, le montant total des transactions boursières était de l'ordre de 300 milliards de dollars, contre plus de 100 000 milliards en 2014. Données : World Federation of Exchanges & Thomson Reuters (Monthly Market Share Reports).

²⁶ Les ratios présentés ici sont des ordres de grandeur car : 1) les données de transactions peuvent varier fortement d'une année à l'autre en fonction de la valorisation des actions ; 2) les sources sont parfois difficiles à concilier ; 3) il est devenu très difficile aujourd'hui, avec le développement des multiples plateformes de trading de mesurer le montant total des transactions. Pour plus de détails, voir Capelle-Blancard, G., 2017, « A quoi servent les (centaines de milliers de milliards de) transactions boursières ? », *Revue d'Economie Financière*, 127.

Graphique 2. Evolution des transactions boursières dans le monde (en \$ et en %)



Sources : Banque mondiale, World Federation of Exchanges & Thomson Reuters (Monthly Market Share Reports). Calcul : auteur.

En France, la tendance est similaire. Le montant total des transactions à la Bourse de Paris était de 3,5 milliards d'euros en 1970, de 9 milliards en 1980, de plus de 100 milliards en 1990, de plus de 1 000 milliards en 2000, pour atteindre 1 250 milliards en 2015 auquel il faut ajouter autant pour tenir compte des transactions réalisées sur les plateformes alternatives, soit un total d'environ 2 500 milliards d'euros. **En France, le montant des transactions boursières a été multiplié par environ 25 en 25 ans.**

L'augmentation des volumes de transactions ne concerne évidemment pas que les transactions boursières. C'est le cas également des transactions de changes et des transactions sur les marchés dérivés (cf. Graphique 3). En avril 2013²⁷, d'après l'enquête de la BRI, il s'échangeait plus de 5 000 milliards de dollars chaque jour sur le marché des changes²⁸. Ce volume des transactions de change est absolument sans commune mesure avec le PIB ou avec le total des échanges internationaux de biens et services. Au milieu des années 1970, les volumes sur le marché des changes représentaient 20 % environ du PIB mondial. Dix ans plus tard, le rapport s'était inversé. Aujourd'hui, les volumes sur le marché de changes s'élèvent à plus de quinze fois le PIB mondial et à soixante-cinq fois le commerce mondial alors même que leur principale finalité est de permettre le règlement des échanges et la couverture des risques associés. Cette croissance du marché des changes s'explique en grande partie par le développement des opérations d'arbitrage²⁹ et des techniques de couverture à l'aide des produits dérivés³⁰. Ces opérations justifient que le montant des transactions financières soit supérieur au montant des biens échangés. Il y a toutefois de sérieuses raisons de penser que le développement des transactions de change est excessif.

Pour ce qui est des produits dérivés, quel que soit le sous-jacent, l'essor est plus spectaculaire encore. Ces contrats ne sont pas nouveaux (ils existent pour ainsi dire depuis l'Antiquité), mais leur véritable croissance date des années 1970-1980.³¹ D'après la BRI, l'encours notionnel des produits dérivés a atteint, en 2015, plus de 500 000 milliards de dollars (après avoir culminé à près de 800 000 milliards en 2013). Ce montant ne dépassait pas 1 000 milliards de dollars dans les années 1980. Certes, l'encours notionnel n'est pas nécessairement

²⁷ La prochaine enquête triennale ne sera publiée qu'à l'automne 2016.

²⁸ King M. R. et Rime D., 2010, « The \$4 trillion question: what explains FX growth since the 2007 survey ? », *BIS Quarterly Review*, décembre.

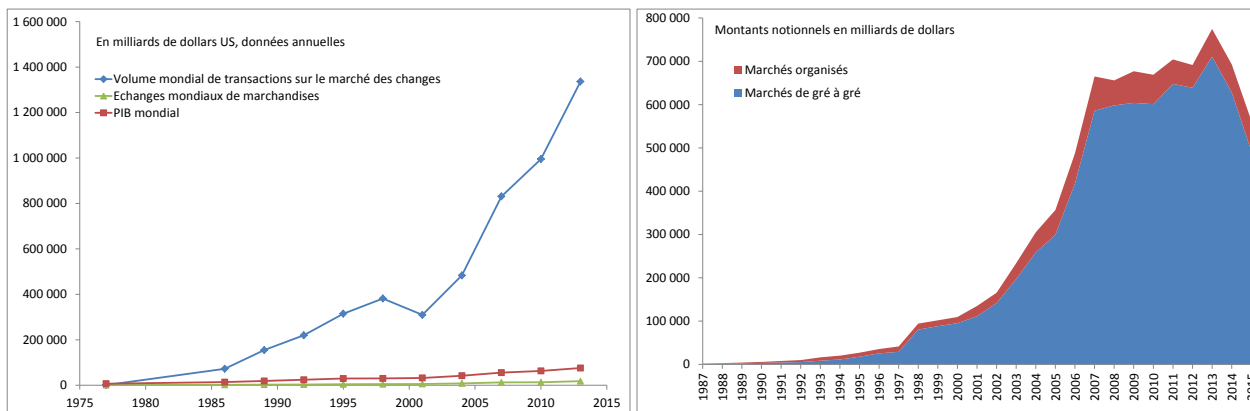
²⁹ Les opérations d'arbitrage consistent à tirer parti des différences de prix qui peuvent apparaître entre des actifs pourtant similaires. En tirant profit de ces écarts de prix, les opérateurs contribuent au bon fonctionnement des marchés. Les gains sont généralement minimes mais les capitaux mobilisés sont souvent très élevés.

³⁰ Une simple opération de couverture du risque de change pour une entreprise exportatrice se traduit, bien souvent, par une cascade d'opérations sur le marché des changes. Les établissements financiers qui proposent à leurs clients des instruments de gestion du risque de change (contrats à terme, options, etc.), se couvrent en effet eux-mêmes en réalisant une multitude d'opérations sur le marché, suivant en cela les préceptes énoncés par Fisher Black, Myron Scholes et Robert C. Merton dans les années 1970 (ces travaux ont été consacrés par la Fondation Nobel en 1997). En théorie, pour avoir une couverture parfaite, il faudrait réaliser une infinité de transactions. En pratique, ce serait évidemment coûteux, mais les banques gèrent tout de même leur exposition en intervenant très fréquemment.

³¹ Voir G. Capelle-Blancard, 2010, « Are Derivatives Dangerous? », *International Economics*, 123, 65-88.

représentatif des montants en jeu. Mais le coût de remplacement des contrats existants (*gross market values*) s'élève tout de même en 2015 à plus de 15 000 milliards de dollars.

Graphique 3 : Évolution des transactions sur le marché des changes et les marchés dérivés



Sources : marchés de changes : enquêtes triennales de la BRI (estimation avant 1989 à partir des données pour les États-Unis) ; PIB : FMI ; échanges : Banque mondiale. ISDA Market Survey jusqu'en 1997, puis BIS (Semiannual OTC derivatives statistics) pour les marchés de gré à gré ; BIS (Exchange-traded derivatives) pour les marchés organisés. Compilation : auteur.

Les progrès technologiques et la déréglementation des marchés en diminuant les coûts de transaction ont concouru à cette explosion des volumes de transactions. La baisse des coûts de transaction sur les marchés boursiers est, en fait, assez mal documentée. La première difficulté tient à ce que les estimations sont issues de données propriétaires, donc peu disponibles, et difficilement comparables dans le temps et entre les pays. Le second problème tient à la définition des coûts de transactions : outre les coûts explicites, c'est-à-dire les commissions, il faut pouvoir apprécier les coûts implicites à savoir, la fourchette de prix (*bid-ask spread*), le décalage entre les cotations affichées ex ante et le prix réalisé ex post (*market impact*), et les coûts d'opportunité liés au délai de traitement des ordres et aux ordres non exécutés.

D'après les données de la société Greenwich Associates, pour les investisseurs institutionnels, les commissions s'élevaient à une quinzaine de cents par action dans les années 1970, pour décroître régulièrement à moins de 5 cents par action au milieu des années 2000. Ces commissions ne représentent toutefois que la partie émergée de l'iceberg. Pour Robert Schwartz³², au milieu des années 2000, le coût total s'élevait à 1,57 %, soit pour une action à 30\$ à 47 cents environ. Sur ce total, les commissions ne représentent que 17 points de base, soit 5 cents, tandis que les coûts implicites sont huit fois plus élevés (*market impact* : 34 points de base, 10 cents ; coûts d'opportunité : 106 points de base, 32 cents).³³

Au final, les coûts de transactions ont certes baissé, en particulier la partie explicite liée aux commissions. Pour les investisseurs institutionnels, ils sont de l'ordre de 20 à 100 points de base. On remarquera que 20 points de base, c'est également le taux nominal de la TTF en France par exemple.

■ Quelle utilité sociale ?

Pendant longtemps, les économistes ont eu les yeux de Chimène pour l'essor des volumes de transactions. Les travaux académiques en macroéconomie faisaient du développement financier – dont l'augmentation des

³² Schwartz, R., 2004, « Equity Markets in Action: The Fundamentals of Liquidity, Market Structure & Trading », *John Wiley & Sons*, p. 66.

³³ Pour une comparaison internationale des coûts de transaction, voir Domowitz, I., J. Glen et A. Madhavan, « Liquidity, Volatility, and Equity Trading Costs », *International Finance*, 4(2), p. 221-255, 2001. Pour une étude récente, mais appliquée au Royaume Uni, voir Brogaard, J., T. Hendershott, S. Hunt et C. Yusu, 2014, « High-Frequency Trading and the Execution Costs of Institutional Investors », *The Financial Review*, 49, 345-369.

transactions boursières était un des indicateurs privilégiés – un moteur essentiel de la croissance économique.³⁴ Et au niveau microéconomique, tout a été fait pour favoriser la liquidité du marché boursier, avec l'idée que cela ne pouvait que renforcer l'efficacité informationnelle et favoriser la résilience du marché.

Certes, des financements abondants (en quantité mais aussi en qualité) profitent grandement au développement et à la croissance. Mais une multiplication des transactions boursières ne signifie pas forcément plus de financements, ni même une plus grande liquidité des marchés. À vrai dire, nul ne peut dire quel serait le « bon » volume de transactions. Cette question est difficile, et la théorie financière n'y apporte guère de réponses. Selon les modèles, le niveau optimal peut varier de zéro (dans les modèles à anticipations rationnelles)... à l'infini (lorsqu'en l'absence de coûts de transaction, les traders adoptent des stratégies de couverture dynamique) !

La relation positive entre finance et croissance est, en fait, de plus en plus critiquée, en particulier bien sûr depuis la crise. Dès 2009, Lord Adair Turner, le président de la FSA (l'autorité de régulation britannique), n'a pas hésité à déclarer que la taille du secteur financier au Royaume-Uni était « au-delà d'une taille socialement raisonnable ». En 2011, Arcand, Berkes et Panizza³⁵ ont publié un article au titre provocateur (« *too much finance ?* ») dans lequel ils montraient que la relation entre le volume des crédits octroyés au secteur privé et la croissance n'était pas forcément (i.e. linéairement) positive, mais en forme de U inversé : au-delà d'un seuil estimé à 100 % du PIB, l'essor du crédit devenait néfaste à l'économie. D'autres travaux³⁶, qui insistent sur la mauvaise allocation des talents liés à la croissance de l'industrie financière, font également état d'une relation non monotone entre la taille du système financier et la croissance économique.

Il n'existe pas vraiment de travaux similaires sur une augmentation potentiellement excessive des transactions financières, mais de nombreux éléments laissent à penser que cela puisse être le cas.³⁷ Ainsi, il est clairement établi que les investisseurs ont tendance à réaliser trop de transactions.³⁸ La théorie financière moderne prône d'ailleurs une modération des transactions financières, du fait de la grande difficulté à « battre le marché ». En outre, de nombreux travaux montrent que le raccourcissement de l'horizon de placement pèse sur les entreprises cotées (diminution de la R&D³⁹, mauvaise évaluation des investissements⁴⁰, etc.), alors que la présence d'investisseurs à l'horizon de placement long leur semble favorable. Enfin, de nombreuses inquiétudes entourent les opérations à très haute fréquence (avec des ordres passés à la milliseconde), qui représentent jusqu'à 70 % des transactions sur actions, et qui semblent susceptibles de provoquer de brusques variations de prix. La question n'est d'ailleurs peut-être pas tant celle de leur impact sur les marchés (ce débat suscite de vives controverses), mais celle de l'utilité sociale – plus que douteuse – de ces activités. Il apparaît en effet que les bénéfices potentiels en termes de liquidité sont minimes, que les gains des traders haute-fréquence sont assimilables à des rentes au dépend des investisseurs de plus long terme et au prix d'un surinvestissement technologique⁴¹, d'une plus grande opacité et d'une défiance accrue vis-à-vis des marchés.

³⁴ Voir plus généralement Boucher, Ch., G. Capelle-Blancard, J. Couppey-Soubeyran & O. Havrylchuk, 2012, Quand la finance ne sert plus la croissance, dans « L'économie mondiale 2013 », *La découverte* ; ainsi que le numéro spécial de la *Revue d'Économie Financière*, 127, 2017.

³⁵ Arcand J.-L., E. Berkes, U. Panizza, 2015, « Too much finance? », *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105-148.

³⁶ Philippon, Th., A. Reshef, 2012, « Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006 », *Quarterly Journal of Economics*, 127 (4), 1551-1609. Voir aussi Capelle-Blancard G. & C. Labonne, 2016, « More bankers, more growth? » Evidence from OECD countries, *Economic Notes*, 45(1), 37-51.

³⁷ Pour davantage de références, voir Capelle-Blancard, G., 2017, « A quoi servent les (centaines de milliers de milliards de) transactions boursières ? », *Revue d'Économie Financière*, 127.

³⁸ Voir notamment T. Odean, 1999, « Do Investors Trade Too Much? », *American Economic Review*, 89(5), 1279-1298.

³⁹ Cremers, M., A. Pareek & Z. Sautner, 2017, « Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value », SSRN Working paper. Aghion, Ph., J. Van Reenen & L. Zingales, 2013, « Innovation and Institutional Ownership », *American Economic Review*, 103(1), 277-304

⁴⁰ Derrien, F., A. Kecskés & D. Thesmar, 2013, « Investor Horizons and Corporate Policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6), 1755-1780.

⁴¹ Biais B., Th. Foucault, S. Moinas, 2015, « Equilibrium fast trading », *Journal of Financial Economics*, 116(2), 292-313.

2. LA TTF : UNE TAXE PEU DISTORSIVE

Parmi les universitaires, pendant longtemps, ce sujet n'a guère suscité d'intérêt, encore moins d'enthousiasme. La TTF a bien quelques fervents partisans : Outre Keynes et Tobin, on peut citer les Prix Nobel Paul Krugman et Joseph Stiglitz, ainsi que Lawrence Summers (ancien président de Harvard et secrétaire au Trésor sous l'administration Clinton, directeur du Conseil économique de la Nation sous l'administration Obama), Jeffrey Sachs (conseiller spécial de Ban Ki-Moon et Kofi Annan à l'ONU), Jeffrey Frankel (Professeur à Harvard) ou Rudi Dornbusch (Professeur au MIT). Néanmoins, dans leur ensemble, les économistes sont plutôt réticents à l'idée d'imposer une taxe sur les transactions, que ce soit sur les changes ou les actions, la jugeant bien souvent contre-productive.⁴² L'argument le plus souvent avancé est qu'en augmentant les coûts de transaction, la TTF pourrait nuire à la liquidité des marchés, et ainsi provoquer une augmentation de la volatilité. Cet argument n'est toutefois pas validé par les études empiriques qui montrent que la TTF n'a pas d'effets néfastes sur les marchés.

2.1. LES EFFETS THÉORIQUES DE LA TTF DÉPENDENT POUR L'ESSENTIEL DES HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES SUR LA RATIONALITÉ DES INVESTISSEURS

La théorie financière standard repose sur une modélisation des marchés dans laquelle les agents sont supposés parfaitement rationnels et les marchés financiers efficaces ; la spéculation y est stabilisante et les prix reflètent la valeur fondamentale des actifs. Ni bulle, ni krach en perspective donc. Dans ce cadre, la TTF aurait pour effet d'augmenter les coûts de transaction, de distordre les prix, de réduire la liquidité, et de nuire à l'efficacité des marchés, ce qui au bout du compte aggraverait l'instabilité.

Que les marchés illiquides soient des marchés très volatiles est un fait avéré. Il ne faut pas pour autant en conclure que toute augmentation des volumes de transaction favorise la stabilité des marchés, ni réciproquement qu'une diminution des volumes implique nécessairement une hausse de la volatilité. Dans les modèles théoriques qui traitent de ce lien, tout dépend des hypothèses sur la rationalité des intervenants.⁴³ S'ils sont supposés parfaitement rationnels, alors on obtient mécaniquement que toute augmentation des coûts de transaction nuit à l'efficacité des marchés. En revanche, dès lors que l'on considère que les intervenants (ne serait-ce que certains d'entre eux) font preuve de rationalité limitée, alors la réduction des volumes peut tout à fait avoir des effets bénéfiques.

Les modèles théoriques récents apportent ainsi des réponses très diverses. Les hypothèses et les approches sont évidemment différentes d'une étude à l'autre, mais il ressort toutefois de ces études que l'effet sur la volatilité des marchés dépend essentiellement du taux et de la liquidité du marché : si le taux est trop élevé ou le marché peu liquide on peut s'attendre à une hausse de la volatilité ; en revanche, si le taux est relativement faible et le marché suffisamment liquide, cela peut se traduire par une baisse de la volatilité. Ainsi, le lien vertueux entre volume de transaction et volatilité serait surtout important pour des marchés peu liquides et il s'estomperait rapidement, voire même s'inverserait au-delà d'un certain seuil.

2.2. LES ÉTUDES D'IMPACT : DES VOLUMES EN BAISSÉ, MAIS PAS VRAIMENT D'EFFET SUR LA LIQUIDITÉ, NI LA VOLATILITÉ

La question de l'effet de la TTF se révèle être une question éminemment empirique. Les études d'impact menées dans les pays où une TTF existe (ou a existé) révèlent un effet négatif sur les volumes. Mais surtout, il apparaît que la taxe est sans conséquence sur la liquidité des actions ou la volatilité ; au mieux les effets ne sont pas robustes. Même dans l'exemple suédois, et contrairement à ce qui est souvent avancé, les résultats ne sont pas conclusifs : si l'on examine en détail l'étude d'Umlauf (1993)⁴⁴, qui fait souvent figure de cas d'école, selon que

⁴² Kenneth Rogoff, Professeur à Harvard et ancien chef-économiste au FMI, illustre bien cette position. K. Rogoff, 2011, « The Wrong Tax for Europe », octobre 3.

⁴³ Voir, pour des synthèses, McCulloch, N., et G. Pacillo, 2011, « The Tobin Tax: A Review of the Evidence », IDS Research Report, n°68, Institute of Development Studies ; Matheson, Th., 2010, « Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence », IMF Working Paper.

⁴⁴ Umlauf S., 1993, « Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market », *Journal of Financial Economics*, 33, 227-240.

l'on mesure la volatilité quotidienne ou hebdomadaire, selon que l'on tient compte, ou non, du krach de 1987, selon que l'on compare, ou non, avec la dynamique des marchés britannique et américain, l'effet de la taxe est tantôt positif, tantôt nul, tantôt négatif.

Notons que les études existantes se contentent souvent de comparer les volumes de transaction ou la volatilité avant et après l'introduction de la TTF (ou plus généralement une variation de son taux). Il est alors impossible d'isoler l'effet qui relève spécifiquement de la taxe de ce qui serait dû à tous les autres événements intervenus durant cette période et susceptibles d'affecter le marché. Pour traiter ce problème méthodologique, il est nécessaire de disposer d'un échantillon de titres qui ne soient pas soumis à la TTF, mais dont les caractéristiques se rapprochent le plus possible des titres taxés. L'introduction de la TTF en France en août 2012, de par ses modalités, offre cette possibilité.

2.3. LE CAS DE LA TTF EN VIGUEUR EN FRANCE DEPUIS 2012

La taxe sur les transactions financières est entrée en vigueur en France le 1^{er} août 2012. Cette taxe vise principalement les échanges d'actions (ou assimilés) des entreprises dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse 1 milliard d'euros (cf. encadré). Initialement, dans le projet soutenu par Nicolas Sarkozy, son taux devait être de 0,1 %. Après l'élection de François Hollande, le taux a été doublé. La taxe a donc été introduite avec un taux de 0,2 %. Depuis 2017, le taux est de 0,3 % (cf. section suivante). La TTF est enfin redevable par tous les intervenants, quelle que soit leur nationalité et leur localisation.

Cette taxe se prête particulièrement bien à une étude d'impact, dans la mesure où son assiette, ainsi que les attributs du marché des actions françaises permettent d'identifier facilement des groupes témoins. Dans une étude réalisée en 2013⁴⁵, nous mesurons ainsi l'évolution de la liquidité et de la volatilité sur une période d'un an (février 2012-janvier 2013) centrée sur le 1^{er} août 2012, date de l'introduction de la taxe. L'idée est de comparer la dynamique des échantillons composés des titres soumis à la taxe à celle d'échantillons-témoins. Cette méthode repose sur la méthode dite de la double-différence (avant/après et taxé/non taxé).⁴⁶

Commençons par examiner l'évolution des volumes de transactions (cf. Graphique 4). Si l'on considère les grandes entreprises françaises, il s'est échangé en moyenne pour 40 millions d'euros d'actions au cours des six mois qui ont suivi l'introduction de la TTF, contre un volume de 50 millions d'euros les six mois précédents. Il serait toutefois abusif de considérer que cette baisse de 20 % soit due exclusivement à la taxe. D'autres facteurs ont pu jouer (on sait notamment que l'activité est souvent moindre en août ou en décembre), d'où l'intérêt de disposer d'un échantillon témoin. Sur la même période, les actions des grandes sociétés étrangères qui sont traitées sur le même marché, aux mêmes conditions, et qui ont vraisemblablement subi des chocs similaires, ont elles-mêmes vu leur volume de transaction baisser de 10 %. Relativement aux actions qui ne sont pas soumises à la TTF, les grandes entreprises françaises ont ainsi subi, globalement, une diminution d'environ 10 % de leur volume de transactions.⁴⁷ Compte tenu de la variabilité des volumes sur cette période, on peut considérer la baisse relative comme significative. On notera que ce taux est proche de celui retenu par la Commission européenne dans son estimation du revenu que pourrait générer la TTF puisqu'elle fait l'hypothèse d'une baisse de 15 % des volumes de transactions.

⁴⁵ Voir Capelle-Blancard, G., et O. Havrylchik, 2016, « The impact of the French securities transaction tax on market liquidity and volatility », *International Review of Financial Analysis*, 47, 166-178. L'article présente en détail les données, les hypothèses et les tests statistiques.

⁴⁶ Soit, par exemple, V_t^A et V_t^B le volume de transactions moyen sur la période t (avant ou après l'introduction de la TTF) pour les échantillons A (taxé) et B (non taxé) respectivement. L'effet spécifique de la taxe sur les volumes se mesure ainsi : $(V_{après}^A - V_{avant}^A) - (V_{après}^B - V_{avant}^B)$. Un test statistique standard d'égalité des moyennes permet ensuite d'apprécier si l'effet est bien significatif. Une approche alternative consiste à régresser économétriquement, pour tous les titres, les volumes quotidiens (ou toute autre variable d'intérêt) sur une variable muette égale à un pour les titres soumis à la taxe à partir du 1^{er} août 2012, plus éventuellement une série d'effets fixes et de variables de contrôle. C'est cette approche qui est privilégiée dans l'étude précitée.

⁴⁷ Ce taux global retient le point de vue d'un gérant indicel. Dans cette estimation les plus grandes entreprises de chaque échantillon pèsent davantage que les plus petites. Si l'on accorde le même poids à chaque titre (ce que permet l'approche économétrique) la baisse des volumes de transaction imputable spécifiquement à la taxe est, en moyenne, de l'ordre de 20 %. La différence entre le taux global de 10 % et le taux moyen de 20 % est due au fait que l'impact est plus fort pour les titres pour lesquels les volumes sont plus faibles.

Encadré. La TTF en France

La TTF française comporte trois volets :

- Une taxe sur les transferts d'actions (Article 235 ter ZD), calculée sur le total net des achats de titres en fin de journée.^{a)} Cette taxe qui ne s'applique donc qu'aux transactions donnant lieu à un transfert effectif de propriété exclut, de fait, les opérations d'achat et de ventes réalisées dans une même journée, en particulier donc les opérations de *trading* haute fréquence.^{b)}
- Une taxe qui vise le *trading* haute fréquence (Article 235 ter ZD bis). Sont ainsi taxés, à un taux de 0,01 %, les ordres de bourse annulés ou modifiés dans un délai d'une demi-seconde et au-delà d'un seuil fixé à 80 %. Cette taxe concerne toutes les entreprises, françaises ou non, mais ne s'applique qu'aux intermédiaires financiers exerçant leurs activités en France ; les succursales établies à l'étranger de sociétés françaises sont donc exemptées.^{c)}
- Une taxe (Article 235 ter ZD ter) sur les acquisitions à nu de CDS (Credit Default Swap), qui permettent de spéculer sur les dettes souveraines.

En pratique, seul le premier volet est effectif. Les deux autres ont un rendement nul : la taxe sur les opérations à haute fréquence n'est absolument pas contraignante (voir section 5), tandis que les transactions de CDS à nu sont désormais interdites par l'Union européenne.^{d)}

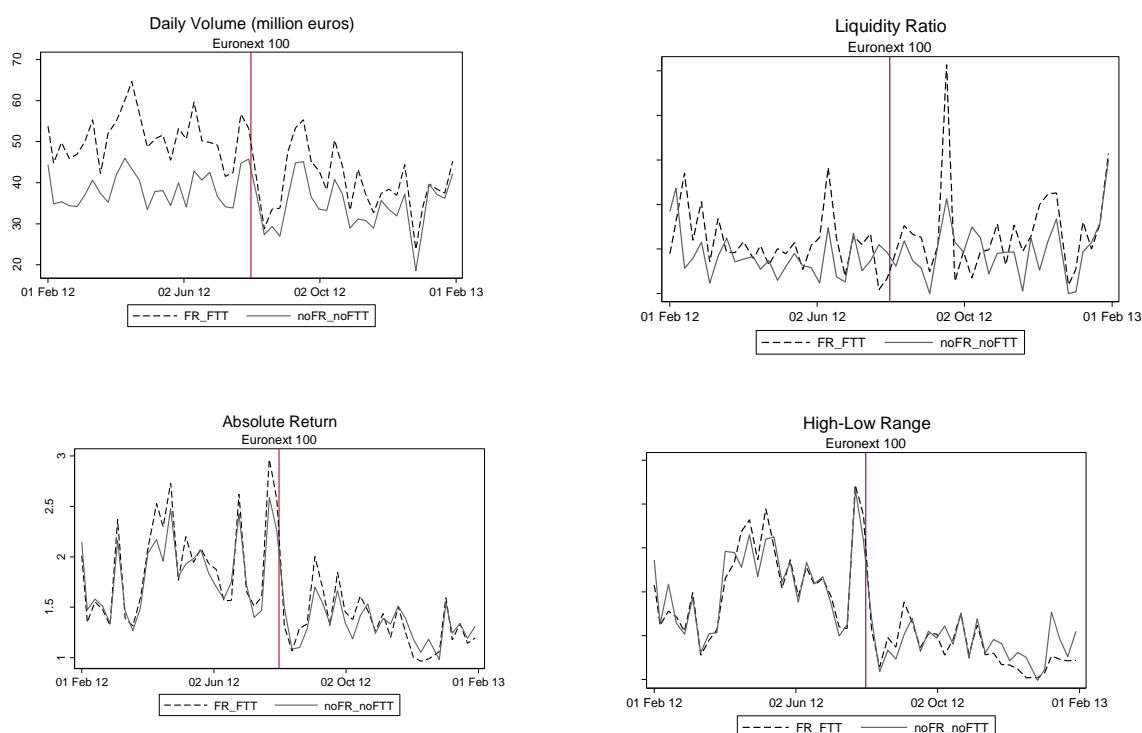
Pour bien comprendre le cas de la taxe sur les opérations à haute fréquence, prenons l'exemple d'un investisseur identifié comme trader haute-fréquence, c'est-à-dire qui effectue des opérations pour compte propre en ayant recours à un dispositif de traitement automatisé de ces ordres. Si celui-ci a envoyé un ordre d'achat pour 100 000 titres, et que dans le dixième de seconde qui suit, il annule une partie de son ordre pour n'en acquérir que 25 000, il est exempté de la taxe. De même, s'il attend une demi-seconde pour annuler cette fois la totalité de l'ordre initialement placé, il est également exempté. De même, si l'ordre est passé depuis une succursale à l'étranger, et ce quel que soit le délai ou le taux d'annulation des ordres. En pratique, donc, la taxe sur le *trading* haute fréquence est tellement facile à contourner qu'elle n'a aucun effet. Ce n'est ainsi pas étonnant d'apprendre, en 2012, dans le rapport d'information de l'Assemblée nationale du 25 juillet 2013, que « la taxe sur les opérations à haute fréquence n'a produit aucun rendement ».^{e)}

- a) Pour les opérations au comptant, sinon fin de mois pour les achats effectués au SRD.
- b) Sont aussi exclues de cette taxe : i) l'achat d'obligations échangeables ou convertibles en actions, ii) les acquisitions de titres réalisées dans le cadre de l'introduction en bourse, iii) les opérations réalisées par une chambre de compensation ou un dépositaire central, les activités de tenue de marché d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit, y compris à l'étranger, iv) les activités de tenue de marché réalisées au profit de l'émetteur d'un titre en vue d'assurer sa liquidité, v) les acquisitions intragroupes, vi) les cessions temporaires de titres (utilisées notamment dans le cadre des ventes à découvert), vii) les acquisitions de titres réalisées dans le cadre de l'épargne salariale soit par un OPCVM d'épargne salariale (FCPE, SICAVAS), soit par l'entreprise ou une entreprise de groupe, viii) le rachat de titres par une entreprise lorsque ceux-ci sont destinés à être cédés aux salariés adhérents d'un PEE.
- c) <http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/7581-PGP>.
- d) À noter toutefois, quelques exemptions à cette interdiction. Voir <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/entree-en-vigueur-de-linterdiction-des-cds-a-nu/>
- e) Rapport d'information déposé par la commission de des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire sur l'application des mesures fiscales contenues dans les lois de finances. Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 25 juillet 2013. <http://www.assemblee-nationale.fr/14/rap-info/i1328.asp>

Ces résultats confirment donc les études antérieures qui montrent un effet négatif de la TTF sur les volumes échangés. Cela ne signifie pas pour autant que la liquidité des titres se soit dégradée. La littérature académique est en effet unanime sur ce point, la liquidité est un concept multidimensionnel et les volumes de transaction en sont une piètre mesure. Nous appliquons donc la même approche à d'autres indicateurs, moins frustrés, de la liquidité. On considère ainsi la fourchette des prix, i.e. la différence entre les cours vendeur et acheteur en pourcentage du prix moyen, et le ratio de liquidité qui se calcule en rapportant les volumes quotidiens sur la valeur absolue de la rentabilité journalière et qui s'interprète comme le volume nécessaire pour faire varier les prix de 1 % : plus le marché est liquide, plus il est à même d'absorber un ordre de grande taille sans provoquer une trop forte variation de prix, et plus ce ratio est élevé. Les résultats suggèrent un élargissement de la fourchette de prix pour les titres des grandes entreprises françaises (rien de robuste, en revanche, pour les petites et moyennes entreprises). Malgré cela, la TTF ne semble pas avoir affecté la capacité de résilience du marché : il n'y a aucun effet significatif sur le ratio de liquidité.

Nous avons également mesuré l'incidence de la TTF sur la volatilité des marchés. Tout comme la liquidité, la volatilité est un concept dont la mesure n'est pas univoque. Nous avons donc retenu plusieurs indicateurs, dont la valeur absolue des rendements journaliers et l'écart entre le prix le plus élevé et le prix le plus faible observé au cours de la séance, exprimé en pourcentage du prix moyen.⁴⁸ Quelle que soit la mesure utilisée, nous ne décelons aucun effet qui soit à la fois significatif et robuste sur la volatilité des marchés.

Graphique 4 : Évolution de la liquidité et de la volatilité des actions cotées sur Euronext avant et après l'introduction de la TTF



Lecture : L'écart entre les courbes permet d'apprécier l'effet de la TTF : lorsque, par exemple, la courbe en pointillés se rapproche de la courbe en trait plein (comme c'est le cas dans le cadre en haut à gauche), cela traduit une baisse des volumes de transaction pour les actions soumises à la taxe, relativement à celle qui ne le sont pas. Calculs : Capelle-Blancard et Havrylchik (2016).

Pas moins de cinq études ont été réalisées sur la TTF française⁴⁹. Les échantillons diffèrent mais les approches sont similaires et très comparables. Toutes décèlent un effet négatif sur les transactions d'une ampleur comparable : entre -10 % et -20 %.⁵⁰ Cette baisse est significative, mais elle doit être mise en perspective avec l'essor considérable des transactions qui, rappelons-le, ont été multipliées par 25 en France ces 25 dernières années. Rien que sur 2014 et 2015, l'augmentation des transactions sur les actions françaises a été de 24 % et

⁴⁸ D'autres indicateurs, notamment plusieurs mesures de variance conditionnelle obtenues à l'aide d'un modèle GARCH(1,1), sont encore utilisés dans Capelle-Blancard, G., et O. Havrylchik, 2016, *op. cit.*

⁴⁹ Becchetti, Ferrari & Trenta, 2014, « The impact of the French Tobin tax », *Journal of Financial Stability*, 15, 127-148; Colliard & Hoffman, 2016, « Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity », *Journal of Finance*, à paraître; Gomber, Haferkorn & Zimmermann, 2016, « Securities Transaction Tax and Market Quality: The Case of France », *European Financial Management*, 22(2), 313-337; Meyer, Wagener & Weinhardt, 2015, « Politically Motivated Taxes in Financial Markets: The Case of the French Financial Transaction Tax », *Journal of Financial Services Research*, 47(2), 177-202. Pour une synthèse, voir Capelle-Blancard, G., et O. Havrylchik, 2016, *op. cit.*

⁵⁰ La baisse de 20 % s'observe essentiellement les premières semaines, avec une très forte diminution de l'activité des traders haute fréquence les premiers jours, mais l'effet n'a été que transitoire. Voir également Flandrin, Megarbane & Romey, 2013, « Enjeux de la TTF européenne et retour d'expérience sur la TTF française », Document AMF.

29 %. En somme, c'est comme si l'introduction de la TTF n'avait ralenti que de quelques trimestres la hausse tendancielle des volumes de transaction.

Par ailleurs, quatre de ces études ne trouvent aucun effet significatif sur la fourchette de prix, quels que soit l'horizon ou l'échantillon retenus. Seule la profondeur du marché semble moindre depuis la mise en place de la TTF, sans donc que cela ait vraiment d'effet négatif sur les autres composantes de la liquidité. Il ne semble pas non plus qu'il y ait eu de report de l'activité au profit de supports d'investissement non taxables, tels que les CFD (*contract for difference*), contrairement à ce qui avait été annoncé par les praticiens dans la presse. Enfin, pour ce qui est des effets sur la volatilité, là encore, les résultats sont globalement convergents : le marché ne semble ni plus, ni moins volatil depuis l'introduction de cette taxe.

Que retenir des études académiques ?

L'effet théorique de la TTF sur la volatilité des marchés financiers est fondamentalement lié aux hypothèses concernant la rationalité des agents. En pratique, l'impact de la TTF dépend de son design et de l'état du marché : plus ce dernier est liquide, plus il est vraisemblable que les effets seront faibles.

Les études économétriques menées dans de nombreux pays, avec des méthodes assez diverses, livrent des résultats assez clairs :

- L'introduction de la TTF diminue les volumes de transaction, de 10 % à 20 %.
- Cette baisse des volumes ne semble pas avoir d'impact sur la liquidité des marchés.
- La TTF n'a pas non plus d'effets significatifs sur la volatilité financière, ni à la hausse, ni à la baisse.

3. LA TTF : UNE QUESTION DE DESIGN

Les débats sur la TTF se situent, en fait, davantage sur le champ politique – entre les États, le lobby bancaire et financier, et les ONG – qu'au niveau des idées.⁵¹ Pêle-mêle, ses détracteurs considèrent que la TTF pèserait sur le financement de l'économie, entraînerait des délocalisations massives, engendrerait des pertes d'emplois, ruinerait les épargnants, tout cela en appauvrissant l'État. Rien que ça... En réalité, comme bien souvent, tout est question de *design*.

3.1. LE PÉRIMÈTRE : ÉMISSION ET RÉSIDENCE

Le premier élément clé est le périmètre. Le principal argument à l'encontre de la TTF concerne les éventuels contournements. Pour ses détracteurs, rien ne serait possible à l'échelle nationale, ni même européenne et la seule solution passerait par un dispositif mondial. Autant dire que le projet serait repoussé aux calendes grecques.⁵² Il est vrai que les capitaux sont aujourd'hui très mobiles et l'innovation financière particulièrement féconde – notamment lorsqu'il s'agit de contourner la réglementation ou la fiscalité. Cela ne signifie pas pour autant que la TTF soit vouée à l'échec. Le fait qu'elle existe dans de nombreux pays – notamment à Londres qui est cité ci-dessus – en est la meilleure preuve.

L'argument d'un contournement inévitable de la TTF s'appuie souvent sur l'exemple de la Suède qui, en 1984, avait décidé d'instaurer une telle taxe (cf. supra). Cela s'était effectivement soldé par un échec et l'abrogation de la taxe au début des années 1990. Mais, rappelons-le, le problème de la TTF suédoise est qu'elle ne s'appliquait

⁵¹ Cf. Schulmeister S., *op. cit.*

⁵² « Rien n'est plus facilement délocalisable qu'une transaction financière. (...) Les transactions fuiront vers des cieux fiscaux plus cléments, à Londres, Luxembourg ou Singapour. Les centres financiers perdront quelques milliers d'emplois supplémentaires. Et ce sont les entreprises et les épargnants qui paieront la facture finale. Bref, les coûts l'emporteront largement sur les bénéfices attendus, les milliards ne seront jamais au rendez-vous. » <http://www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/021542654304-la-taxe-qui-pollue-la-cop21-1182892.php?g45PxlmWHsWQueYk.99>

qu'aux transactions réalisées par les courtiers suédois. Le dispositif britannique, par exemple, est bien mieux conçu puisque tous les opérateurs sont redevables de la taxe dès lors qu'ils traitent des actions émises par des entreprises britanniques (principe d'émission). Rappelons aussi que les revenus du *stamp duty* sont collectés pour près de moitié auprès d'opérateurs étrangers. La TTF introduite en France en 2012, comme celle introduite en Italie en 2013 sont similaires de ce point de vue et elles n'ont pas provoqué une délocalisation massive des transactions.

Dans le cas de la TTF européenne, le « principe d'émission » se double d'un « principe de résidence » qui prévoit que soient taxées toutes les transactions réalisées par les intermédiaires financiers des onze pays européens participants, quel que soit l'endroit où elles ont lieu. De quoi, là encore, réduire les risques de contournement.

La crainte d'une concurrence déloyale de la part des opérateurs étrangers installés dans les pays qui n'adopteront pas la TTF est donc largement exagérée, puisqu'ils seront eux-aussi soumis à la taxe et ne profiteront donc pas d'un effet d'aubaine : le double principe d'émission et de résidence crée les conditions d'une taxe applicable très largement, quelle que soit l'origine de la transaction.

La collecte posera évidemment des problèmes pratiques d'application et de conformité, en particulier si la TTF s'étend aux dérivés et aux transactions intra-journalières. Il est aussi probable que certains réussiront à contourner le dispositif. Mais cela fournira aussi l'occasion d'obtenir une information fiable et précise permettant de faire la lumière sur l'étendue des transactions financières. Et puis, s'il fallait abandonner toute idée de taxer sous prétexte qu'un contournement est possible, autant supprimer l'impôt sur les sociétés (et beaucoup d'autres...).

3.2. ASSIETTE LARGE ET FAIBLE TAUX

Quelles transactions taxer ? Les actions, comme le propose Keynes ? Les opérations de change comme le suggère Tobin ? Les obligations pour réduire les incitations à l'endettement ? Les dérivés, souvent qualifiés d'arme de destruction massive ?

La grande majorité des dispositifs en vigueur aujourd'hui porte exclusivement sur les échanges d'actions. Les opérations de change ne sont taxées que dans quelques pays d'Amérique latine, les transactions sur dérivés à Taiwan et en Italie, et les transactions sur obligations en Thaïlande et en Belgique principalement. Il y a toutefois une certaine logique à vouloir une assiette la plus large possible, notamment pour éviter des distorsions dans le choix des investisseurs. Si l'assiette se limite donc si souvent aux actions, c'est essentiellement pour des raisons pratiques.

De fait, dans le cadre du projet européen, deux stratégies s'opposent. La première consiste à adopter une TTF limitée aux actions, au moins dans un premier temps, mais à la faire adopter rapidement, par un ensemble de pays le plus large possible.⁵³ La seconde consiste au contraire à adopter une démarche plus ambitieuse, avec une assiette large et un taux faible.⁵⁴

■ Les actions

Les transactions sur actions sont, historiquement, les principales visées par la TTF. Pour John Maynard Keynes, il s'agissait de « la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer (...) la prédominance de la spéculation sur

⁵³ En février 2014, François Hollande promettait ainsi un accord sur la TTF avant les élections européennes de mai, avec toutefois des ambitions à la baisse : « *Je préfère une taxe imparfaite à pas de taxe du tout* ». A l'automne de la même année, Michel Sapin se voulait également très pragmatique : « *Je préfère une TTF qui aurait un produit limité au-delà des actions mais qui soit efficace et effective et qui progressera, plutôt qu'une très belle idée, mais qui restera dans les nuages* ».

⁵⁴ C'est, semble-t-il, la position du gouvernement français aujourd'hui. Le 5 janvier 2015, François Hollande indiquait en effet qu'il souhaitait que la TTF ait « *l'assiette la plus large possible* ».

l'entreprise ».⁵⁵ À l'opposée, les opposants à la TTF pointent « un lourd handicap pour le financement de l'ensemble de l'économie française ».⁵⁶

Les taxes, de toutes sortes d'ailleurs, ont bien sûr un effet sur l'activité ; dans le cas de la TTF, c'est même d'ailleurs un des effets recherché. Mais, répétons-le, une baisse des transactions ne signifie pas mécaniquement une dégradation de la liquidité, ni a fortiori un renchérissement du coût des financements. D'autant que les marchés financiers sont déjà très liquides. Ainsi, la TTF introduite en France en 2012 s'est-elle accompagnée d'une baisse de 20 % des transactions sans que cela n'affecte la liquidité du marché.⁵⁷ Aucune étude n'a mis en évidence un quelconque effet sur la compétitivité de l'économie française. S'il y a en France des problèmes de compétitivité et de financement des entreprises, ce n'est vraisemblablement ni la liquidité du marché, ni la TTF, qu'il faut pointer du doigt...

Par ailleurs, pour protéger les entreprises dont les titres sont les moins liquides, il est possible d'exempter les petites capitalisations. Ainsi, en France, seuls les transferts d'actions des entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à un milliard d'euros sont taxés. Sur les 600 sociétés cotées environ à Paris, moins d'un quart sont soumises à la taxe.⁵⁸ De même, en Italie, un seuil a été fixé, mais à 500 millions d'euros. Au Royaume-Uni, en avril 2014, ce sont les actions cotées sur l'*Alternative Investment Market* (AIM), le marché des petites entreprises à fort potentiel de croissance, qui ont été exemptées.

L'objectif est, dans chaque cas, de ne pas nuire aux petites entreprises qui ne bénéficient pas d'une grande liquidité. Du point de vue des recettes fiscales, le coût de cette exemption est minime, dans la mesure où le volume des transactions boursières est fortement concentré sur les grandes capitalisations, les fameuses « *blue chips* ». En France, par exemple, les entreprises dont la capitalisation ne dépasse pas un milliard d'euros représentent 2 % de la capitalisation boursière totale ; sur le *London Stock Exchange*, le millier d'entreprises cotées sur l'AIM représentent à peine 1 % de la capitalisation boursière totale.

■ Les dérivés

Les produits dérivés permettent de prendre des positions très spéculatives avec une mise de fonds relativement modeste. Par ailleurs, comme on l'a vu, les montants échangés sont très importants (cf. Graphique 3). En revanche, les transactions sur produits dérivés s'avèrent plus difficile à taxer que les opérations au comptant sachant : i) que l'essentiel de l'activité se fait de gré à gré, en dehors des marchés réglementés ; ii) que ces produits sont complexes et que la base taxable est difficile à identifier. Les produits dérivés sont des contrats qui engagent les contreparties sur des transactions financières à terme, et le plus souvent il n'y a aucun flux financier à la signature du contrat. En l'absence de prime, ce qui est le cas le plus courant, le plus simple consiste donc à taxer le montant notionnel. Celui-ci n'est toutefois pas représentatif des montants effectivement en jeu, d'où un taux bien plus faible pour la taxation des transactions sur produits dérivés que pour celles sur les opérations au comptant.⁵⁹

Les opposants à la TTF font souvent valoir que taxer les produits dérivés, en renchérisant le coût des opérations de couverture, nuirait gravement aux entreprises. Cette position semble vraiment excessive, dans la mesure où la taxe aurait très peu d'effet sur le coût des couvertures. En fait, c'est le secteur bancaire et financier qui est le

⁵⁵ L'idée de la TTF est développée dans le chapitre 12 de son célèbre ouvrage *Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie*.

⁵⁶ <http://www.bf.frb.fr/contexte-reglementaire-international/systeme-financier-international/une-taxe-unilaterale-sur-les-transactions-financieres-serait-inefficace-et-contre-productive-pour-1%27economie-francaise>

⁵⁷ Cf. Capelle-Blancard, G., & O. Havrylych, 2016, *op. cit.*

⁵⁸ La liste est mise à jour chaque année par l'administration fiscale (en fonction de la capitalisation boursière au 1^{er} décembre de l'année qui précède) et publiée au Bulletin officiel des finances publiques (BOFiP). Le nombre d'entreprises concernées est ainsi passé de 109 en 2012 à 135 en 2016.

⁵⁹ Voir aussi, pour d'autres solutions, Persaud, A., 2014, « Taxing transactions in financial derivatives: problems and solutions », *Intelligence Capital*, September. www.stampoutpoverty.org/wp-content/uploads/2014/09/Taxing_Derivatives_Transactions_Persaud_120914.pdf

principal concerné. Ce qui est effectivement en jeu, ce sont les opérations entre intermédiaires financiers qui représentent, d'après la BRI, l'essentiel de l'activité de produits dérivés.⁶⁰

■ Les obligations

Le marché obligataire est a priori beaucoup moins spéculatif que le marché boursier ou les marchés dérivés. D'ailleurs, même si les émissions d'obligations sont très importantes, les volumes de transactions sont beaucoup plus faibles que pour les actions. De fait, les obligations sont souvent omises dans les débats sur la TTF. Il y a toutefois un certain paradoxe à ne taxer que les échanges d'actions alors qu'on cherche au contraire à rééquilibrer les incitations fiscales en faveur des fonds propres par rapport aux dettes. C'est ainsi le principal argument pour élargir l'assiette de la TTF aux obligations. Une question demeure toutefois toujours délicate : faut-il, ou non, inclure les obligations souveraines ? Les États y sont réticents, craignant que cela ne renchérisse le coût de la dette publique.⁶¹

■ Le change

« Introduire du sable dans les rouages trop bien huilés de la finance internationale » : tel était l'objectif de James Tobin quand il proposait de taxer les opérations de change dans les années 1970. Cette fameuse taxe Tobin, si populaire, n'a jamais vu le jour, malgré la hausse vertigineuse et quasi-continue des transactions de change (cf. Graphique 3). Pourtant, compte tenu des montants en jeu, même avec un taux très faible, les recettes fiscales pourraient s'élever à plusieurs centaines de milliards de dollars. L'obstacle est surtout politique.

Cette taxe est aujourd'hui surtout défendue par les ONG (Attac, Oxfam, Stamp-out-Poverty, One...), qui souhaiteraient que son produit soit affecté à l'aide au développement ou à la lutte contre le changement climatique. Ce projet, dont la logique est en fait assez voisine de celle de la taxe sur les billets d'avion qui sert à financer la lutte contre le sida, s'inscrit ainsi dans la volonté de trouver des « financements innovants ».⁶²

La critique souvent avancée contre la taxe Tobin repose sur l'idée que, pour être efficace, la taxe Tobin doit être mise en place en même temps par un grand nombre de pays, voire l'intégralité des quelques 180 pays participant au système monétaire international, pour éviter les comportements de passager clandestin que pourraient adopter certains États, en particulier les paradis fiscaux. Ce consensus étant, à l'heure actuelle, totalement inenvisageable, la taxe Tobin est compromise. Pourtant, le problème de la faisabilité politique n'est pas aussi insoluble qu'il n'y paraît. Le marché des changes est en effet concentré sur quelques places financières (plus de la moitié des transactions sont réalisées sur les trois premières places mondiales – Londres, New-York et Tokyo) et il suffirait que les pays de l'OCDE s'accordent sur le principe d'une telle taxe pour que son impact soit significatif.

Le problème politique le plus délicat consiste, en fait, à choisir l'instance chargée de fixer le taux de la taxe, les modalités de recouvrement et de décider de l'affectation du produit de la taxe. Les États refusent, dans leur grande majorité, la création d'une fiscalité supranationale et souhaitent rester maîtres de la perception de la taxe et surtout de l'utilisation de son produit, d'autant que les intérêts divergent selon les pays. Et le FMI, qui est une des seules institutions internationales crédible pour gérer la taxe Tobin, s'y refuse, n'étant pas convaincu du bien-fondé d'une telle initiative.⁶³

⁶⁰ Notons aussi que les engagements hors-bilan en produits dérivés des quatre principales banques françaises (montants notionnels agrégés) représentent près de 50 fois le PIB français. Cf. <http://www.lenouveleconomiste.fr/le-talon-dachille-des-banques-francaises-21860/>

⁶¹ En particulier, si la TTF porte sur les opérations de pension livrée (marché du repo). Sur ce sujet, voir l'analyse détaillée de D. Gabor, « A step too far? The European financial transactions tax on shadow banking », *Journal of European Public Policy*, 23(6), 2016.

⁶² Voir les travaux du « Groupe pilote sur les financements innovants pour le développement », créé en 2006 et qui réunit une soixantaine de pays, ainsi que la plupart des organisations internationales.

⁶³ En 2010, le FMI a publié un rapport très complet sur la taxation des activités financières. Plutôt qu'une FTT, le FMI se montrait plutôt intéressé par une taxe prélevée directement auprès des intermédiaires financiers et baptisée *Financial Activities Tax* (FAT). Cette taxe viserait (comme son acronyme le suggère, FAT signifiant « gros » en anglais) à récupérer une partie de la rente dont bénéficie le secteur financier et sa base serait fonction des profits et des rémunérations des banques. Sur le sujet de la TTF, parmi les travaux du FMI, voir aussi Matheson, Th., 2010, *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence, IMF Working Paper*.

FMI, « A fair and substantial contribution by the financial sector », Final Report for the G20, 2010.

Une autre solution, à court terme, consisterait à recourir à la voie des « accords volontaires ». Les accords volontaires sont des dispositifs dans lesquels une entreprise, ou un groupe d'entreprises, s'engage volontairement pour mettre en place des mesures contraignantes allant au-delà des exigences réglementaires.⁶⁴

Le principal mérite d'un éventuel accord volontaire sur la taxe Tobin est qu'il ne nécessiterait pas – au moins dans un premier temps – la coopération des États. Le projet pourrait être initié par un petit ensemble de pays, par des organismes internationaux (autorités publiques, ONG) ou, de manière unilatérale, par quelques établissements financiers. C'est ainsi qu'en 2011, le Crédit coopératif a mis en place un mécanisme original de contribution volontaire sur les transactions de change (CVTC). Une telle démarche, menée à grande échelle, permettrait de stimuler la collaboration au niveau international, d'identifier les modalités les plus efficaces, de démontrer la faisabilité du dispositif, et d'augmenter l'acceptabilité d'une intervention réglementaire ultérieure. En somme, cela pourrait constituer une première étape.

■ Marchés de gré à gré *versus* marchés réglementés

Historiquement, quand la bourse était encore en situation de monopole (régional ou national), la TTF visait principalement le marché domestique. La fragmentation des marchés et l'essor des plateformes alternatives de *trading* ont rendu le dispositif plus complexe, mais l'application du principe d'émission impose que les actions soient taxées quel que soit le lieu de la transaction. Cela n'empêche toutefois pas de taxer à des taux différents les plateformes selon qu'elles sont, ou non réglementés.

C'est le choix original qu'a fait l'Italie, en fixant un taux de 0,1 % pour les transactions réalisées sur un marché réglementé et de 0,2 % pour les transactions réalisées de gré à gré. Dans l'ensemble, comme pour la France, les volumes de transaction ont légèrement diminué, sans qu'il n'y ait d'impact significatif sur la liquidité et la volatilité des actions italiennes. En revanche, la part de marché des actions négociées de gré à gré a brusquement chuté, pour passer d'environ 30 % avant l'introduction de la taxe, à moins de 10 % juste après (alors que, par exemple, la part de marché pour les actions allemandes est restée stable).⁶⁵

L'idée de taux différenciés n'a, a priori, pas été retenue dans le projet européen. L'expérience italienne suggère toutefois que cela puisse être une bonne idée pour inciter les transactions à migrer sur les marchés réglementés, notamment dans un souci de transparence. Cet argument s'applique d'ailleurs plus encore s'agissant d'une TTF élargie aux produits dérivés ; comme le suggère Avinash Persaud, les transactions sur produits dérivés qui ne font pas l'objet d'une compensation centralisée pourraient, par exemple, être taxées à un taux deux fois plus élevé que les autres.⁶⁶

■ Le taux

Le projet européen prévoit un taux de 0,1 % pour les transactions au comptant. Cela peut paraître faible comparé au taux appliqué en France (0,2 % lors de son introduction en 2012 ; 0,3% depuis 2017 – cf. encadré) ou au Royaume-Uni (0,5 %). Mais comme souvent en matière de fiscalité, les taux nominaux sont trompeurs et reflètent très mal la contrainte fiscale. Tout dépend en effet de l'assiette retenue – ou plus exactement des exemptions accordées : en pratique, la définition du taux et celle de l'assiette sont intimement liées.

⁶⁴ Voir, par exemple, Fleckinger, P., et M. Glachant, 2009 « La Responsabilité Sociale de l'Entreprise et les Accords Volontaires sont-ils complémentaires ? » *Economie et Prévision*, 4-5 (190-191), . 95-105.

⁶⁵ Capelle-Blancard, G., 2017, « Curbing the Growth of Stock Trading? Order-to-Trade Ratios and Financial Transaction Taxes », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 49, 48-73; Coelho, M., « Dodging Robin Hood: Responses to France and Italy's Financial Transaction Taxes », SSRN Working paper, 2016.

⁶⁶ C'est le sens de la recommandation n°6 d'Avinash Persaud, *op. cit.*

Encadré. La hausse du taux de la TTF en France 0,2% à 0,3%

En décembre 2016, le Parlement a voté une hausse du taux d'imposition de la TTF en France de 0,2% à 0,3%, avec une entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2017.

Quel a été l'impact de ce changement de taux sur les volumes de transaction ? Sans renouveler l'étude économétrique présentée dans la section 3, nous pouvons avoir une idée assez juste de cet impact en examinant l'évolution des volumes de transaction sur Euronext Paris (où l'essentiel des transactions est soumis à ce changement de taux), par rapport à celle observée au même moment sur Euronext Amsterdam et Euronext Bruxelles (qui sont soumis à des aléas similaires, sans toutefois être concernés par le changement de taux).

- Comparé à l'activité en décembre 2016, le volume de transaction en janvier 2017 a diminué de 2,5% sur Euronext Paris, à comparer sur la même période avec une baisse de 9% sur Euronext Amsterdam et de 20% sur Euronext Bruxelles.
- Comparé à l'activité au premier trimestre 2016, le volume de transaction au premier trimestre 2017 a diminué de 14% sur Euronext Paris, alors qu'il est resté stable sur Euronext Amsterdam et qu'il a baissé de 24% sur Euronext Bruxelles.

On peut bien sûr mener une analyse plus fine, à l'aide de données plus granulaires (titres par titres ou à haute fréquence), mais cette analyse sur données agrégées laisse fortement penser que l'activité boursière sur Euronext Paris n'a pas été significativement affecté par le passage du taux de 0,2% à 0,3%.

Quel a été l'impact de ce changement de taux sur les recettes fiscales ? Les recettes fiscales pour janvier 2017 (les seules disponibles à la parution de ce document) s'élèvent à 83,5 millions d'euros. Si l'on compare à la situation en janvier de l'année précédente, en tenant compte des différences d'activité, il ressort que les recettes fiscales sont 60% plus élevées, ce qui correspond bien approximativement à une hausse du taux de 50%.

Pour mieux apprécier le taux d'imposition effectif, livrons-nous à quelques calculs simples. En 2014, la TTF française a rapporté 771 millions d'euros. Le taux nominal de la TTF étant alors de 0,2 %, cela correspond donc à une base fiscale de 385 milliards. Étant donné que le volume total de transactions sur les actions françaises, en 2014, s'est élevé entre 1 500 et 2 700 milliards⁶⁷, seules 15 % à 25 % des transactions ont effectivement été soumises à la TTF. Les 75 % à 85 % restants (constitués pour une très large part de transactions intra-journalières) en sont tout simplement exemptés. Dit autrement, le taux d'imposition « implicite » de la TTF en France n'est que de 0,03 % à 0,05 % ! À ce taux, la TTF ne peut qu'être quasi-indolore (cf. supra).

On peut évidemment se livrer à un calcul similaire pour les autres taxes, présentes et passées. Ainsi, en 2013, le volume total de transactions sur les actions britanniques était 3 600 milliards de livres sterling d'après l'*European Market Share Report* (Thomson Reuters), tandis que les recettes fiscales du *stamp duty on shares* se sont élevées à 3,1 milliards. On est donc proche d'un taux implicite de 0,1 %, pour un taux nominal, rappelons-le, de 0,5 %. On remarquera que la différence relative est du même ordre en France et au Royaume-Uni : le taux effectif est quatre à cinq fois inférieur au taux nominal, soit, dit autrement, un taux d'exemption de 80 % à 90 % dans les deux pays.

Il est aussi intéressant de comparer la situation aujourd'hui à celle qui prévalait historiquement. Jusque dans les années 1990, les taux implicites étaient, en fait, très proches des taux nominaux. C'était le cas par exemple en France avec l'IOB, ou en Suède. Le taux nominal appliqué dans les années 1980 en Suède (2 %) était déjà bien plus élevé que celui appliqué aujourd'hui en France (0,2 %) ; mais s'ajoute donc à cela une base taxable relativement plus étroite aujourd'hui. Comparativement, il apparaît ainsi que le taux de la TTF en France est aujourd'hui 40 à 50 fois inférieur à celui qui prévalait en Suède au milieu des années 1980. Précisons qu'il ne s'agit pas ici de suggérer que le taux de la TTF devrait être plus élevé – à vrai dire, il n'est guère possible de connaître le taux optimal. En revanche, cette comparaison des taux implicites doit inciter à la plus grande

⁶⁷ Le montant des transactions sur Euronext Paris s'est élevé à près de mille milliards d'euros. Les actions des entreprises françaises sont aussi traitées sur d'autres plateformes, dont il est particulièrement difficile de mesurer l'activité. Sachant que la part de marché d'Euronext Paris est, selon les sources, comprise entre 35 % et 65 %, le volume total peut être estimé entre 1 500 et 2 700 milliards.

prudence quand on compare la situation en France (ou le projet européen) à la situation qui prévalait en Suède il y a 30 ans.

La raison principale pour laquelle le taux effectif est si faible désormais tient à l'augmentation des transactions intra-journalières qui sont, de fait, exemptées. C'est aujourd'hui, avec la question du périmètre géographique, un des points clés dans le dispositif de TTF.

3.3. TTF ET TRADING HAUTE FRÉQUENCE

Les TTF en vigueur aujourd'hui s'apparentent pratiquement toutes à des « droits de timbre », redevables en cas de transferts de propriété des titres. Or, historiquement, ces transferts de propriétés sont enregistrés à la clôture des marchés, ce qui exclut inéluctablement les opérations dénouées au cours d'une seule et même séance. Comme l'expérience le prouve, ce dispositif simple offre de bonnes garanties juridiques. Tant que ces allers-retours ne représentaient qu'une faible part des volumes échangés, cela ne posait donc pas vraiment de problème. Mais bien sûr, avec l'explosion du *trading* intra-journalier, cette exemption de fait limite considérablement le revenu de la TTF. Surtout, cela apparaît complètement paradoxal avec un des objectifs souvent mis en avant de la TTF, censée viser essentiellement la spéculation à court terme.

En France, le système prévoyait, en plus d'une taxe sur les transferts journaliers, une taxe sur le trading haute fréquence. Or en pratique, comme on l'a vu, celle-ci n'était absolument pas contraignante, au point de ne générer aucune recette fiscale. Aussi, l'élargissement de la TTF aux opérations intra-journalières a-t-elle fait chaque année l'objet de débats au Parlement (*cf.* encadré). Tous ces amendements ont subi un sort funeste : soit non-soutenu, soit rejeté, soit adopté puis retiré quelques semaines plus tard après intervention du gouvernement, soit encore censuré par le Conseil constitutionnel pour vice de forme... Le texte de l'amendement n'a presque pas changé. L'objectif annoncé est toujours d'augmenter les recettes fiscales. L'exposé des motifs fait aussi référence à la future taxe européenne dont l'assiette devrait, dit-on, intégrer les transactions intra-journalières.

Encadré. Projets de loi sur l'extension de la TTF française depuis 2012

- Projet de loi de finances pour 2017 (N°4016)
 - 16 déc. 2016, Amendement 665 adopté par l'Assemblée nationale en lecture définitive⁶⁸
 - 13 déc. 2016, Rejet de l'Article 11bis par la Commission des finances de l'Assemblée⁶⁹
 - 13 oct. 2016, Amendement I-239 adopté par l'Assemblée nationale⁷⁰
 - 12 oct. 2016, Amendement I-83 adopté par l'Assemblée nationale⁷¹
- Projet de loi de finances pour 2016 (N°3096)
 - 29 déc. 2015, Censure du Conseil constitutionnel
 - 11 déc. 2015, Article 8 quater adopté par l'Assemblée nationale en lecture définitive
 - 23 nov. 2015, Article 8 quater retiré par le Sénat
 - 16 oct. 2015, Amendement adopté en 1^{ère} lecture par l'Assemblée nationale
 - 7 oct. 2015, Amendement CF284A adopté par la Commission des finances de l'Assemblée⁷²
- Projet de loi de finances rectificative pour 2014 (N°2353)
 - 26 nov. 2014, Amendement CF228 non soutenu⁷³
- Projet de loi de finances rectificative pour 2014 (N°2024)
 - 23 juin 2014, Amendement N°286 rejeté par l'Assemblée nationale⁷⁴
- Projet de loi de finances pour 2014 (N°1395)
 - 27 nov. 2013, Amendement retiré par le Sénat
 - 8 oct. 2013, Amendement I-CF503 adopté par l'Assemblée nationale⁷⁵

⁶⁸ <http://www.assemblee-nationale.fr/14/amendements/4271/AN/665.asp>

⁶⁹ http://www.assemblee-nationale.fr/14/amendements/4271/CION_FIN/CF14.asp

⁷⁰ <http://www.assemblee-nationale.fr/14/amendements/4061A/AN/239.asp>

⁷¹ <http://www.assemblee-nationale.fr/14/amendements/4061A/AN/83.asp>

⁷² <http://www.nosdeputes.fr/14/amendement/3096/CF284A>. Pour voir le débat en commission (entre la 23^{ème} et la 40^{ème} minute) : http://videos.assemblee-nationale.fr/Datas/an/portail/video.3199408_56156cb9b44d7.commission-des-finances--loi-de-finances-pour-2016-apres-article-8-adt-305-a-fin-7-octobre-2015.

⁷³ <http://www.nosdeputes.fr/14/amendement/2353/CF228>

⁷⁴ <http://www.nosdeputes.fr/14/amendement/2024/286>

⁷⁵ http://www.assemblee-nationale.fr/14/amendements/1395A/CION_FIN/CF503.asp

Le Parlement a finalement voté, en décembre 2016, une extension de la TTF à l'exécution d'un ordre d'achat, qu'il n'y ait ou pas livraison du titre. L'entrée en vigueur de cette extension aux transactions intra-journalières a toutefois été reportée, du 1^{er} janvier 2017 au 1^{er} janvier 2018. Toutefois, le gouvernement issu des élections présidentielles de 2017 a préféré revenir sur cet élargissement autant, semble-t-il, pour favoriser la compétitivité de la place financière de Paris post-Brexit, que pour éviter tout risque juridique.⁷⁶

Taxer les transactions intra-journalières nécessite de revoir en profondeur le dispositif de collecte aujourd'hui fondé sur le transfert de propriété. S'agissant de la TTF française, l'essentiel de la collecte est géré par le dépositaire central Euroclear, qui centralise l'information sur le solde des achats et des ventes en fin de journée, mais pas celle sur les allers-retours réalisés au cours de la journée.⁷⁷ Au-delà de la volonté politique, il y a donc un obstacle technique : disposer d'une information fiable sur les transactions boursières, y compris les transactions haute-fréquence et/ou celles réalisées sur les plateformes de négociation alternatives. Cet obstacle n'est pas insurmontable. Le problème de la mesure de l'assiette se pose toujours lorsqu'il s'agit de lever un nouvel impôt (voir, dans un tout autre domaine, le débat récent sur la taxation de la bande passante). Ce serait même une raison supplémentaire pour élargir la TTF : on disposerait enfin d'une information fiable et précise sur le volume colossal des transactions boursières.

4. LA TTF : UN BON IMPÔT

Pourquoi taxer les transactions financières ? Pour lever de nouvelles recettes fiscales ou à des fins réglementaires ? Certains espèrent, en fait, atteindre simultanément les deux objectifs ; c'est l'idée du « double dividende », des stratégies « gagnantes-gagnantes ». Mais en pratique, ces objectifs sont plutôt antinomiques. Pour vraiment limiter la spéculation (à supposer que cela soit un objectif souhaitable), il faudrait notamment que le taux soit bien plus élevé que ce qui est réalisé ou prévu aujourd'hui. Et si le but était atteint, alors, mécaniquement, les recettes fiscales seraient faibles. À moins de recourir à plusieurs instruments, il est vain de vouloir poursuivre plusieurs objectifs à la fois.

D'un point de vue fiscal, la TTF avec son assiette large et son faible taux présente de nombreux atouts :

- La TTF est un impôt peu distorsif ;
- La TTF génère, potentiellement, des revenus élevés ;
- Les frais de recouvrement de la TTF sont minimes ;
- La TTF est un impôt aux effets redistributifs ;

4.1. LA RÈGLE DE TINBERGEN

S'il s'agit de contenir l'essor des marchés financiers, de ralentir les mouvements de capitaux, ou de lutter contre la spéculation à court terme et la volatilité des marchés, il faut que la TTF soit contraignante. Les économistes désignent ainsi les taxes pigouviennes⁷⁸, qui ont pour objectif de corriger les externalités mais qui, si elles sont efficaces, génèrent très peu de recettes.

⁷⁶ Dans une interview à Ouest France, le président E. Macron exprime clairement ses réticences : « La taxe française a été votée par la majorité précédente, de manière démagogique s'agissant des transactions "intraday", en sachant que c'était infaisable. Si vous la faites seul, il n'y a plus de transactions chez vous ! Il n'y a plus une entreprise française cotée en France ! Au niveau européen, j'ai dit que j'irai au bout. Je ne recule en rien sur ce sujet. Il faut en même temps, une articulation avec l'accès des Britanniques à nos marchés financiers dans le cadre du Brexit. Sinon, si toutes vos entreprises peuvent aller opérer depuis Londres, qui se lancera dans le dumping fiscal, avec les mêmes droits qu'à Paris ou à Francfort, elles vont toutes partir. Je veux la TTF. Je veux une TTF qui s'applique dans un espace cohérent, qui ait un sens et qui soit efficace. »

⁷⁷ Voir également le Référé n°82017-1860 de la Cour des Comptes qui pointe notamment l'absence de contrôles administratifs.

⁷⁸ Du nom de l'économiste britannique Arthur Cecil Pigou (1877-1959) à l'origine de l'idée.

En pratique, telle qu'elle est pratiquée aujourd'hui, la TTF n'est pas une taxe pigouvienne. Comme on l'a vu, elle a très peu d'impact sur les marchés. Alors bien sûr, il est possible d'envisager une augmentation drastique de son taux, mais alors, l'effet sur les marchés financiers serait très incertain.

Que la TTF, telle qu'elle est pratiquée ou envisagée, n'ait pas tellement de vertus réglementaires est-ce, au fond, si dommageable ? À vrai dire, pas vraiment, dans la mesure où cette absence d'effet est particulièrement appréciable dans l'objectif d'une taxe « classique » que l'on souhaite non-distorsive.

Si l'on souhaite limiter l'instabilité financière, il existe vraisemblablement d'autres instruments a priori plus efficaces pour cela : réglementer le *trading* haute fréquence, limiter l'accès à certains marchés et/ou à certains intervenants, passer d'un système de cotation en continu à un système de fixing⁷⁹, renforcer les normes prudentielles des intermédiaires financiers, lutter contre l'aléa moral et les garanties implicites accordées par les États aux banques *too-big-to-fail*, scinder les activités, etc.

On peut aussi envisager de taxer spécifiquement certaines transactions, jugées les moins utiles au bon fonctionnement des marchés. C'est d'ailleurs l'idée qui avait prévalu lors de l'introduction de la TTF en France en 2012 : une taxe sur les transferts de propriété comme instrument de collecte, à laquelle s'ajoute une taxe sur les ordres annulés et une taxe sur les transactions sur CDS à nu (cf. section 2.2). Sauf que ces deux dernières, mal calibrées, se sont révélées complètement vaines.

Selon une règle simple de politique économique, énoncée par Jan Tinbergen (lauréat du premier Prix Nobel d'économie), il faut au moins autant d'instruments que d'objectifs visés. Si l'on souhaite à la fois collecter des fonds en masse et lutter contre certaines pratiques en vigueur sur les marchés financiers, une seule taxe ne suffit pas. Pour autant, il ne s'agit pas forcément de choisir entre ces objectifs. On pourrait tout à fait envisager une TTF globale et en complément des taxes plus ciblées⁸⁰ portant, par exemple, sur les ordres annulés ou les investissements réalisés dans les technologies permettant d'accroître la vitesse des ordres.⁸¹

4.2. UNE AUBAINE FINANCIÈRE ?

- Étendu au niveau mondial, le *stamp duty* britannique rapporterait 100 milliards de dollars chaque année

On a vu que la TTF était une source de revenus non-négligeable pour de nombreux pays (cf. Graphique 7) : entre 3 et 4 milliards d'euros pour le Royaume-Uni, plus de 2 milliards d'euros pour la Corée du Sud, Hong Kong, ou Taiwan, 1,5 milliard d'euros pour la Suisse... En France, les recettes fiscales sont inférieures à 1 milliard d'euros.⁸² C'est certes deux fois moins que prévu initialement, mais c'est tout de même cinq fois le budget de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne⁸³ et dix fois celui de l'AMF, par exemple.

Si la TTF était généralisée, combien pourrait-elle rapporter ? Il existe de nombreuses estimations des recettes potentielles, et celles-ci sont toujours substantielles.

- À l'échelle de l'Union européenne (UE27), la Commission⁸⁴ estimait initialement les recettes fiscales à 57 milliards d'euros, les deux tiers provenant de la taxation des produits dérivés.⁸⁵ Le montant est

⁷⁹ Budish, E., P. Cramton, & J. Shim, 2015, « The high-frequency trading arms race: frequent batch auctions as a market design response », *The Quarterly Journal of Economics*, 130(4).

⁸⁰ C'est aussi le sens des recommandations de J.-E. Colliard et Ph. Hoffman, dans leur synthèse pour l'Institut Louis Bachelier. « Taxes sur les transactions financières : Théorie, expériences et implémentation », *Opinions & débats*, n°9, 2015.

⁸¹ Biais, B., Th. Foucault & S. Moinas, 2013, « Equilibrium Fast Trading », *TSE Working Paper*, n°13-387. Voir aussi *Les Echos*, 23 mars 2016. <http://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/021787525221-bruno-biais-il-faudrait-une-taxe-sur-les-investissements-technologiques-realises-par-ces-traders-1209069.php>

⁸² Cela représente environ un quart de la Contribution à l'audiovisuel public et à un cinquième de l'Impôt de solidarité sur la fortune (ISF).

⁸³ L'Université Paris I Panthéon-Sorbonne accueille plus de 40 000 étudiants. Elle est classée première en France dans le domaine des « arts et humanités » et occupe la 33e place mondiale dans le classement *Times Higher Education* 2015-2016.

⁸⁴ European Commission, 2011, Technical Fiche to IA. « Revenue Estimations and Executive Summary of The Impact Assessment ».

conséquent, sachant que le budget total de l'UE s'élevait en 2015 à 145 milliards d'euros. Les recettes fiscales de la TTF, à l'échelle européenne, permettraient ainsi de doubler les sommes consacrées aux postes « cohésion sociale, économique et territoriale » ou « croissance durable » par exemple.

- Si on se limite aux pays membres de la coopération renforcée (UE11), les recettes seraient de l'ordre de 30 à 35 milliards d'euros, soit l'équivalent d'environ 0,5 % du PIB des pays concernés.
- Pour les États-Unis, le *think tank* CEPR estimait, en 2009, que les recettes fiscales pourraient s'élever de 177 à 354 milliards de dollars.
- Enfin, d'après le rapport de synthèse publié par l'*Institute of Development Studies*⁸⁶, à l'échelle mondiale, pour une taxe qui porterait sur tous les marchés financiers au comptant ou à terme, les revenus pourraient s'élever de 147 à 1 631 milliards de dollars, selon que l'on intègre ou non les marchés de gré à gré.

Ces estimations sont évidemment très sensibles aux hypothèses retenues concernant le type de taxe et, par conséquent, à la réaction des investisseurs (mesurée par le paramètre d'élasticité des volumes à la taxe). Elles dépendent également beaucoup des exemptions et des possibilités de contournement.

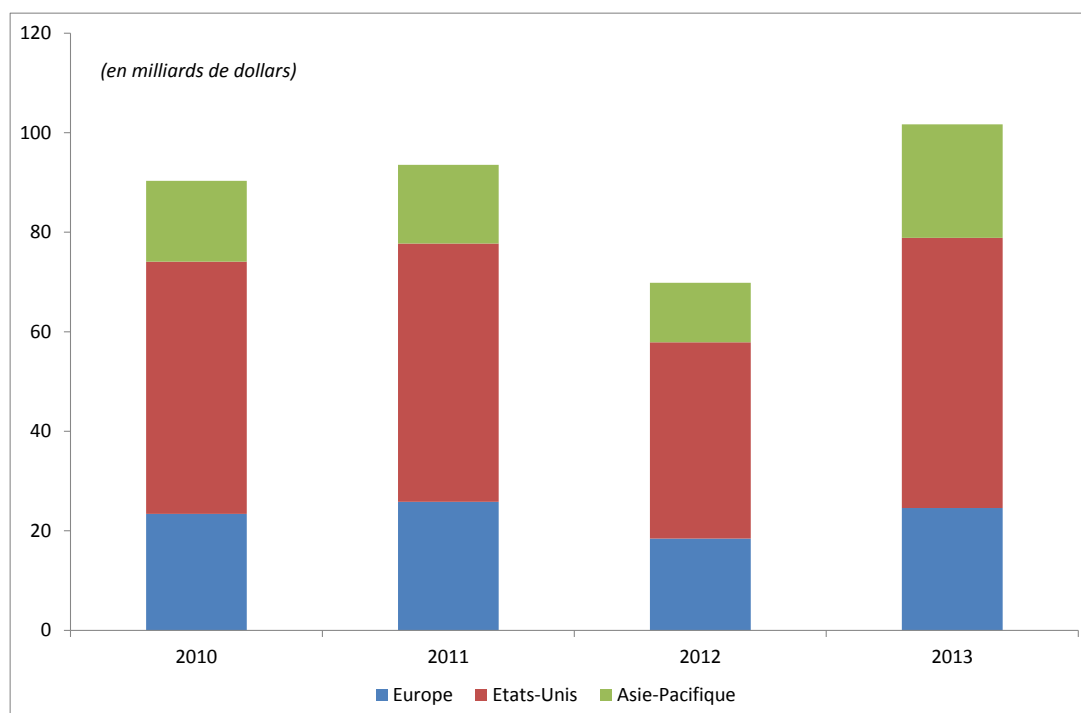
Les estimations réalisées jusque-là considèrent un taux d'exemption et d'évasion fiscale de l'ordre de 20 %. Or, comme on l'a vu, en pratique ce taux est aujourd'hui bien plus élevé, notamment en raison de l'explosion du *trading* haute fréquence qui est, de fait, exonéré.

Une autre approche consiste à extrapoler les revenus au niveau international, en partant des dispositifs existants. Prenons le cas du *stamp duty* britannique : cette TTF, au taux nominal de 0,5 % s'applique aux transferts de propriété et a rapporté, en 2013, 3,1 milliards de livres sterling alors que le volume total de transactions sur les actions britanniques était 3 600 milliards de livres sterling, soit un taux implicite de 0,1 %. La même année, les transactions boursières, au niveau mondial (Europe, Amérique du Nord et Asie-Pacifique – données Thomson Reuters) s'établissaient à un plus de 100 000 milliards de dollars. En conséquence, sur la base d'une estimation très prudente, **si le *stamp duty* britannique, malgré ses nombreuses exemptions, était appliqué dans la plupart des grands pays, les recettes fiscales seraient de l'ordre de 100 milliards de dollars par an** (cf. Graphique 5). Les transactions sur actions américaines fourniraient la moitié de cette somme, contre un quart pour les actions européennes, et un autre quart pour les actions de la région Asie-Pacifique. À titre d'illustration, ces 100 milliards représentent l'équivalent de la somme nécessaire pour financer la lutte contre le dérèglement climatique telle que mentionnée dans le cadre de la COP 21.

⁸⁵ D'autres estimations font état de chiffres plus conséquent encore. Ainsi, par exemple, une étude du WIFO estime pour l'Europe (en incluant la Norvège et la Suisse) les recettes annuelles à 310 milliards d'euros. Schulmeister S., « Implementation of a General Financial Transactions Tax », WIFO, 2011.

⁸⁶ McCulloch, N. & G. Pacillo, 2011, « The Tobin Tax: A Review of the Evidence », IDS Research Report, n°68, Institute of Development Studies. Cette étude recense l'ensemble des estimations réalisées pour évaluer ce que pourrait rapporter la taxe Tobin, essentiellement appliquées aux opérations de change. Ces estimations se situent dans un éventail extrêmement large compris entre 10 et 376 milliards de dollars par an. Voir aussi Tax Research LLP, 2010, « Taxing Banks. A Report Submitted to the International Monetary Fund », Norfolk: Tax Research LLP. Les différences s'expliquent par l'assiette plus ou moins large (marchés au comptant et/ou marchés dérivés organisés et/ou marchés dérivés de gré à gré et/ou marchés des changes, etc.), les volumes d'opérations sur ces segments de marchés pour effectuer l'estimation ainsi que le taux de taxe retenus pour effectuer l'estimation.

Graphique 5 : Estimation des recettes fiscales de la TTF au niveau mondial par extrapolation du *stamp duty* britannique



Source : Données Thomson-Reuters pour les volumes de transaction. Calcul : auteur.

■ Un coût de collecte modique

Sur le plan budgétaire, la TTF a également un grand mérite : son coût du recouvrement est particulièrement faible.⁸⁷ Dans le cas du *stamp duty* britannique, de l'ordre de 0,02 % des sommes collectées, soit un coût 75 fois moins élevé que pour l'impôt sur le revenu.⁸⁸ S'agissant de la TTF française, l'essentiel de la collecte est géré par le dépositaire central Euroclear, également chargé d'une série de contrôles (contrôles à la réception, contrôles ex post, contrôles de cohérence).⁸⁹ En contrepartie, Euroclear bénéficie d'un décalage d'une vingtaine de jours entre le moment où elle collecte la taxe auprès de ses participants et la date de paiement aux autorités fiscales françaises.⁹⁰ Le coût de collecte en France est ainsi égal aux intérêts provenant de la conservation de la taxe par Euroclear.

Mentionnons également, pour être tout à fait complet, qu'il existe aussi un coût pour les intermédiaires financiers lié au développement et à la gestion du dispositif de paiement de la TTF. Le fait que la TTF soit perçue par le dépositaire central permet toutefois de minimiser ce coût (notamment sa partie variable), en le mutualisant avec les autres frais liés aux activités de règlement/livraison et de conservation des titres. Ajoutons que ce coût est vraisemblablement infime, comparé aux milliards dépensés par les intermédiaires financiers, lancés dans une véritable course à l'armement, pour accélérer sans cesse la transmission de leurs ordres.⁹¹

⁸⁷ Sur les solutions techniques de collecte, voir le rapport commandé par la Commission européenne à EY, « FTT – Collection methods and data requirements », Specific Contract No 3 TAXUD/2013/DE/314, 2014.

⁸⁸ Hawkins, M., et J. McCrae, 2002, « Stamp duty on share transactions: Is there a case for change? », *Institute for fiscal studies*.

⁸⁹ Cf. Décret n° 2012-956 du 6 août 2012 relatif aux modalités de déclaration par les redevables et de collecte par le dépositaire central de la taxe sur les transactions financières.

⁹⁰ Le calendrier suit les règles suivantes. La TTF doit être payé au plus tard le 4^{ème} jour calendaire du mois suivant la transaction assujettie (04/M+1), puis Euroclear paie le Trésor public le 24^{ème} jour (24/M+1). Euroclear a alors encore un mois (24/M+2) pour envoyer aux autorités fiscales les résultats des contrôles.

⁹¹ En 2010, Spread Networks a notamment dépensé 300 millions de dollars pour installer un câble de fibre optique reliant New York et Chicago à seule fin de réduire le temps de transmission des ordres entre les bourses des deux villes de 16 à 13 millisecondes...

■ Une taxe aux effets redistributifs

Le taux de détention d'actions par les ménages est traditionnellement assez faible, en particulier en France, et concerne surtout les ménages à revenus élevés. Ainsi, en 2015, alors que 85 % des ménages vivant en France détenait un livret d'épargne seule 16 % détenait des valeurs mobilières (contre d'ailleurs 24 % en 2010).⁹² Le taux de détention varie fortement selon la catégorie socio-professionnelle pour atteindre, en 2015, plus de 30 % chez les cadres et plus de 40 % pour les professions libérales, contre moins de 10 % pour les employés et les ouvriers. Outre le taux de détention, la richesse détenue sous forme d'action est évidemment bien plus importante pour les ménages dont les revenus et le patrimoine sont les plus élevés.

Du fait des fortes disparités dans la détention d'actions, la TTF est un impôt aux effets redistributifs.

■ Quelle affectation des recettes fiscales de la TTF ?

Reste à savoir que faire des recettes fiscales de la TTF : faut-il que ces recettes alimentent le budget général de l'État ou soient affectées à des dépenses spécifiques (en particulier l'aide au développement) ?

Commençons par rappeler l'un des grands principes qui régit les finances publiques, à savoir le principe d'universalité budgétaire qui impose la règle de non-affectation. Cette règle interdit l'affectation d'une recette au financement d'une dépense déterminée. Cette règle, qui date en France de la Restauration, connaît aujourd'hui de nombreuses dérogations (la contribution à l'audiovisuel public par exemple), mais reste un des principaux principes budgétaires.

La non-affectation est donc le principe par défaut, mais il existe plusieurs arguments en faveur de l'affectation. Le principal argument est celui de la transparence ; l'affectation facilite en effet l'adhésion et le consentement à l'impôt. C'est aussi une solution pertinente quand les recettes sont liées à des activités internationales qu'il est difficile d'imputer à un État donné (cas de la taxe sur les billets d'avion ou de la taxe Tobin, par exemple) ou lorsqu'il s'agit de financer des biens publics mondiaux. Enfin, pour les ONG, l'argument est davantage politique et l'affectation du produit de la TTF permettrait de sacraliser les ressources liées à l'aide au développement.

En France, une part des recettes de la TTF (10 % initialement, étendue à 25 % depuis 2016) est spécifiquement allouée à l'aide au développement. Ces revenus s'ajoutent à ceux collectés par la taxe sur les billets d'avion pour alimenter le Fonds de solidarité pour le développement, géré par l'Agence française de développement (AFD).

CONCLUSION

Taxer les transactions financières. Cette proposition, si elle séduit une grande partie de l'opinion, a aussi longtemps été considérée comme iconoclaste. Elle était rejetée par la plupart des experts qui estimaient qu'une telle initiative était impossible à mettre en œuvre. Et dans le cas où elle serait possible, ils craignaient qu'en augmentant les coûts de transaction, cette taxe ne réduise la liquidité et n'accroisse la volatilité des marchés. La crise de 2007-2010 a résolument changé la donne. Les obstacles restent certes importants et les projets controversés, mais le débat est désormais clairement engagé.

Les discussions autour la TTF portent invariablement sur son incidence : les uns espèrent réduire l'instabilité des marchés en décourageant la spéculation, tandis que les autres s'y opposent redoutant une hausse de la volatilité par manque de liquidité. Les études empiriques donnent tort aux premiers comme aux seconds. Telle qu'elle est pratiquée aujourd'hui, la TTF n'est pas une taxe pigouvienne : elle a très peu d'impact sur les marchés. Ce n'est ni l'apocalypse redoutée par certains, ni la panacée espérée par d'autres.

La TTF est un bon impôt, moderne et efficace. Il ne s'agit de punir ni les banquiers, ni les marchés. Une taxe avec une assiette large et un taux faible n'engendre pas de distorsions, rapporte des revenus élevés moyennant un

⁹² Source : Insee, enquêtes Patrimoine 2009-10 et 2014-15.

coût de collecte modique. À minima, le *stamp duty* britannique étendu aux principaux pays dans le monde rapporterait environ 100 milliards de dollars par an, de quoi, par exemple, financer la lutte contre le changement climatique. Il est également envisageable d'élargir la TTF aux produits dérivés et aux transactions intra-journalières. Les recettes collectées n'en seraient que plus importantes. Cela nécessite certes d'adapter le dispositif de recouvrement, mais cela ne peut que favoriser la transparence sur les marchés financiers.

La TTF est aussi un symbole fort et, en matière fiscale, ce n'est pas rien. On oppose souvent l'efficacité de l'impôt et son aspect symbolique. Mais c'est oublié que le « consentement à l'impôt » est un des socles de la démocratie. Au niveau européen, si le projet de la commission européenne était (enfin) entériné, ce serait une première importante en matière de coopération fiscale. La France a depuis le début été un des principaux artisans du projet européen de TTF. Ce projet a été mûrement réfléchi pour éviter les principaux écueils et les expériences récentes invitent à l'optimisme. C'est vraiment l'occasion pour le nouveau gouvernement d'affirmer sa volonté de réformer le secteur financier et son attachement à la collaboration en Europe.