



HAL
open science

La taxation des transactions financières : une estimation des recettes fiscales mondiales

Gunther Capelle-Blancard

► **To cite this version:**

Gunther Capelle-Blancard. La taxation des transactions financières : une estimation des recettes fiscales mondiales. 2023, 23 p. halshs-04087507v2

HAL Id: halshs-04087507

<https://shs.hal.science/halshs-04087507v2>

Submitted on 15 May 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

CES

Centre d'Économie de la Sorbonne
UMR 8174

**La taxation des transactions financières :
une estimation des recettes fiscales mondiales**

Gunther CAPELLE-BLANCARD

2023.09R

Version révisée



LA TAXATION DES TRANSACTIONS FINANCIERES : UNE ESTIMATION DES RECETTES FISCALES MONDIALES[®]

Gunther Capelle-Blancard*
Centre d'Economie de la Sorbonne
Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

10 mai 2023

Résumé

L'idée d'une taxe sur les transactions financières (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 environ 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, ainsi bien sûr que la France.

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 ou de la TTF française appliqué par les pays du G20 permettrait de lever, malgré ses très nombreuses exemptions, entre 156 et 260 milliards d'euros par an (selon que l'on retient un taux nominal de 0,3% ou de 0,5%). L'étendre aux instruments dérivés et aux transactions intra-journalières apporterait des recettes supplémentaires, tout en améliorant la transparence sur les marchés financiers.

Mots-clés : Taxe sur les transactions financières, taxe Tobin, financements innovants.

Codes JEL : G21; H25.

Abstract

The financial transaction tax (FTT) is often described as a utopia whose implementation would signify an insurmountable impediment to financial markets. However, stock market transactions have been taxed in the United Kingdom since as early as the seventeenth century, in the form of a stamp duty which generates around 4 billion euros each year – and does so without hampering the City's development. Virtually all developed countries have used it at some point, and even today more than thirty countries in the world tax financial transactions, including Switzerland, Hong Kong or Taiwan, as well as France.

Actually, it seems that the FTT has the attributes of a good tax. The FTT is not particularly distortive, tax revenues are potentially high, and the collection costs are minimal. It also has a redistributive effect. The equivalent of the UK stamp duty or the French FTT applied by the G20 countries, notwithstanding its numerous exemptions, would raise between 156 and 260 billion euros per year (according to a nominal rate of 0.3% or 0.5%). Extending the tax to derivatives and intraday trades would bring additional revenue, while improving transparency in financial markets.

Keywords: Financial transaction tax, Securities Transaction Tax, Tobin tax, Innovative financing.

JEL-Codes: G21; H25.

[®] L'auteur remercie Khalil Elouardighi (Equal international), Mae Kurkjian (One) et Friederike Roder (Global Poverty Project), à l'origine de cette initiative, pour leurs remarques avisées, ainsi que Rose Portier pour son assistance.

* gunther.capelle-blancard@univ-paris1.fr

Résumé long

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 environ 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, ainsi bien sûr que la France. Les études empiriques montrent qu'en pratique, l'effet de la TTF est modeste : les volumes de transactions diminuent certes un peu lors de l'introduction, mais il y a très peu d'effet sur la liquidité ou sur la volatilité des marchés. Autrement dit, ce n'est ni l'apocalypse redoutée par certains, ni la panacée espérée par d'autres. 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.

Les craintes concernant une possible délocalisation de l'activité financière sont 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 60 % à 70 % des transactions apparaissent ainsi exemptés de la TTF en France. 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 ou de la TTF française appliqué par les pays du G20 permettrait de lever, malgré ses très nombreuses exemptions, entre 156 et 260 milliards d'euros par an (selon que l'on retient un taux nominal de 0,3% ou de 0,5%). L'étendre aux instruments dérivés et aux transactions intra-journalières apporterait des recettes supplémentaires, tout en améliorant la transparence sur les marchés financiers.

1. Introduction : une idée très populaire, mais controversée

« 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, et son principe est simple : étant donné l'ampleur considérable des transactions réalisées sur les marchés financiers, il suffirait d'appliquer une micro-taxe, à taux extrêmement faible, pour lever des recettes fiscales importantes, sans qu'il n'y ait d'incidences fâcheuses sur le fonctionnement des marchés, ni sur l'économie. Une assiette large et un taux faible, deux ingrédients généralement attrayants. En outre, les partisans de la TTF y voient un moyen de freiner la spéculation à court terme.

En même temps, cette taxe est particulièrement controversée. Les opposants à la TTF font valoir qu'elle serait contre-productive : cette taxe contribuerait à augmenter la volatilité en diminuant la liquidité. Les critiques tournent d'ailleurs souvent à la parodie. Pour ses détracteurs, ce ne serait rien de moins qu'une « folie », un « suicide »... 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. Les taxes en vigueur aujourd'hui – sur des places financières de premier plan et parfois depuis des siècles – 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.

Loin de la caricature qui en est souvent fait, la TTF a les atouts pour être un bon impôt ; tout est question de design. Certaines craintes sont évidemment à prendre au sérieux, sans pour autant les surestimer. Comme toute taxe, la TTF peut créer des distorsions, mais ces coûts doivent être mis au regard des bénéfices de la taxe. Tout dépend de la façon dont la TTF est conçue ; or la plupart de ses opposants se contentent de rejeter en bloc son principe même, sans jamais évoquer les modalités de mises en œuvre. Aujourd'hui deux options sont sur la table des négociations :

- Le projet de la Commission européenne, présenté dès 2011. Ce projet très ambitieux a suscité pas mal d'enthousiasme, mais après des années d'âpres débats, il n'a toujours pas abouti. Ce projet a été conçu pour s'adapter efficacement à la mondialisation financière et limiter les délocalisations, mais il se heurte au manque de coopération des États en matière fiscale. Les débats techniques portent aujourd'hui essentiellement sur la prise en compte des produits financiers dérivés et des transactions intra-journalières, qui représentent la très grande majorité des volumes aujourd'hui mais qui sont exemptées par les taxes en vigueur.
- La généralisation du *stamp duty*. Cette TTF est en vigueur au Royaume-Uni depuis plusieurs siècles, sans nuire au développement de la City. La France s'en est d'ailleurs inspirée lors de l'introduction de sa TTF en 2012 (suivie depuis par l'Italie et l'Espagne). Il s'agit en fait d'un droit de timbre sur les transferts de propriété. Cette taxe exempte, de fait, les opérations d'achat et de ventes réalisées dans une même journée (parfois dans la même seconde...), et qui représentent aujourd'hui la grande majorité des transactions. Cette TTF *a minima* présente toutefois les avantages de ses inconvénients : elle a très peu d'impact et sa mise en œuvre suscite moins d'hostilités ; étendu aux pays du G20, le *stamp duty* britannique ou la TTF française, malgré leurs nombreuses exemptions, permettrait de collecter entre 156 et 260 milliards d'euros par an (selon que l'on retient un taux nominal de 0,3% ou de 0,5%), qui pourrait servir notamment à la lutte contre le changement climatique ou à l'aide au développement.

La TTF va rester dans les prochaines années au centre de nombreuses discussions. Et non sans raison, car 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.¹

2. Etat des lieux

2.1. Un bref panorama

La TTF 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^e siècle, elle était pratique courante sur les principales places financières, mais avec 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 en voie de disparition dans les pays occidentaux, la TTF a connu un net regain d'intérêt, avec notamment de nouveaux dispositifs en France (*cf. infra*), en Italie ou en Espagne. Plus d'une trentaine de pays disposent aujourd'hui d'une TTF. Outre le Royaume-Uni, c'est le cas notamment de la Suisse, de Hong Kong ou Taiwan. À l'évidence, cela n'a pas empêché le développement de ces places financières qui figurent parmi les plus importantes au monde.

La TTF est ainsi une idée ancienne, pratiquée dans de nombreux pays très différents les uns et des autres, 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. 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 XX^e 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.

2.2. Too much finance?

Si la TTF est aussi populaire, c'est clairement en réaction à l'explosion des volumes de transactions 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 » (Lord Adair Turner, 2009).

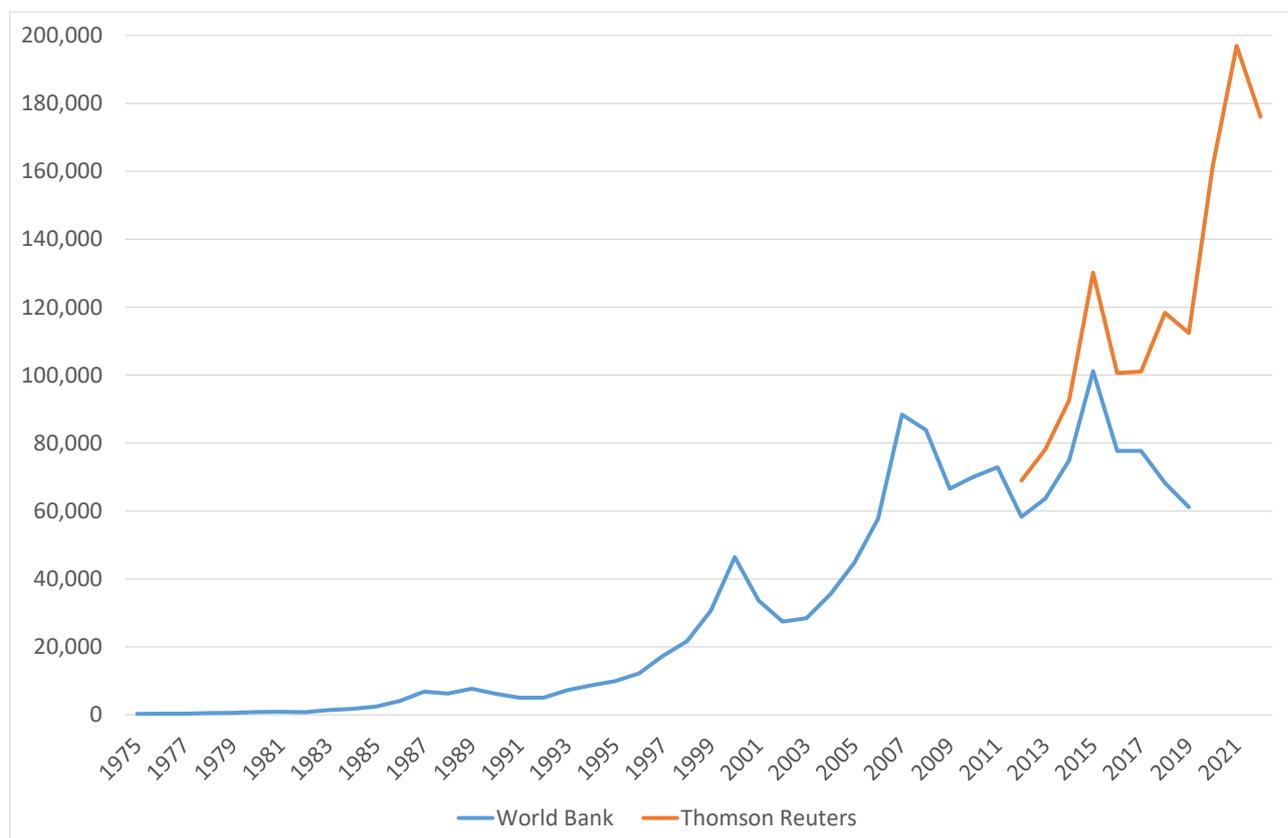
Depuis les années 1970, au niveau mondial, tandis que le PIB a été multiplié par 15 et la capitalisation boursière par 50, le montant des transactions boursières a été multiplié par plus de 500 ! Ainsi, en cinquante ans, le rapport du montant total des transactions boursières sur le PIB est passé de 5 % à

¹ Voir la note pour le Conseil Scientifique de l'AMF : « La taxation des transactions financières : une vraie bonne idée ». <http://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Revue-du-Conseil-scientifique/>

200 %. Ces ratios sont des ordres de grandeur car il est devenu très difficile aujourd'hui, avec le développement des multiples plateformes de trading de mesurer le montant total des transactions.

En France, 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. Il faut toutefois ajouter à ce montant les transactions réalisées sur les plateformes alternatives, pour un total qui dépasse largement les 2 000 milliards d'euros.

Figure 1. Evolution des transactions boursières dans le monde (en milliards de dollars)



Source: Banque mondiale, & Thomson Reuters (Monthly Market Share Reports).

Des financements abondants (en quantité mais aussi en qualité) profitent, certes, à la croissance économique. 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.

Plus ne rime pas forcément avec mieux. Ainsi, il est clairement établi que les investisseurs ont tendance à réaliser trop de transactions. La théorie financière moderne prône d'ailleurs une modération de ces transactions, 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&D, mauvaise évaluation des investissements, etc.), alors que la présence d'investisseurs à long terme est 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 technologique, d'une plus grande opacité et d'une défiance accrue vis-à-vis des marchés.

2.3. La TTF : une taxe peu distorsive

L'idée de la TTF remonte à J.M. Keynes, avant d'être étendue au marché des changes par J. Tobin, et on peut citer parmi ses partisans les Prix Nobel P. Krugman et J. Stiglitz, ainsi que L. Summers, J. Sachs, etc. 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.² 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.³ 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.

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)⁴, qui fait souvent figure de cas d'école, selon que 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 transactions 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.

2.4. Le cas de la TTF en vigueur en France depuis 2012

En France la TTF a été (ré-)introduite en 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

² Kenneth Rogoff, Professeur à Harvard, illustre bien cette position : « The Wrong Tax for Europe », Octobre 3, 2011.

³ 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 transactions 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. 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. Voir, pour une synthèse, 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.

⁴ Umlauf S., 1993, « Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market », *Journal of Financial Economics*, 33, 227-240.

boursière dépasse 1 milliard d'euros (Article 5 de la loi de finances rectificative pour 2012 – n°2012-354). 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 adopte le principe d'émission ; elle s'apparente ainsi au *stamp duty* britannique (beaucoup moins problématique que l'ancien Impôt sur les Opérations de Bourse, en vigueur de 1893 à 2018). La TTF française est 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.

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 2013, nous mesurons ainsi l'évolution de la liquidité et de la volatilité sur une période d'un an centrée sur la date de l'introduction de la taxe.⁵

Commençons par examiner l'évolution des volumes de transactions. 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 transactions 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. Compte tenu de la variabilité des volumes sur cette période, on peut considérer la baisse relative comme significative.

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. En effet, la liquidité est un concept multidimensionnel et les volumes de transactions en sont une piètre mesure. Nous appliquons donc la même approche à d'autres indicateurs, moins frustes, de la liquidité. Il en ressort que la TTF n'a eu aucun effet significatif et robuste sur les coûts de négociation (mesuré par la fourchette des prix, *i.e.* la différence entre les cours vendeur et acheteur), ni sur la capacité de résilience du marché (apprécié par 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 %). 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 et nous avons donc retenu plusieurs indicateurs. Quelle que soit la mesure utilisée, nous ne décelons aucun effet qui soit à la fois significatif et robuste sur la volatilité des marchés.

Pas moins de cinq études ont été réalisées sur la TTF française.⁶ Les échantillons diffèrent mais les approches sont comparables. Toutes décèlent un effet négatif sur les transactions d'une ampleur comparable : entre -10 % et -20 %. Cette baisse est significative, mais elle s'observe essentiellement les premières semaines, avec un effet apparemment transitoire. Surtout, elle doit être mise en perspective

⁵ Voir Capelle-Blancard, G., et Havrylchik, O. 2016, « The impact of the French securities transaction tax on market liquidity and volatility », *International Review of Financial Analysis*, 47, 166-178. L'idée est de comparer la dynamique des échantillons composés des titres soumis à la taxe à celle d'échantillons-témoins, par la méthode dite de la double-différence (avant/après et taxé/non taxé).

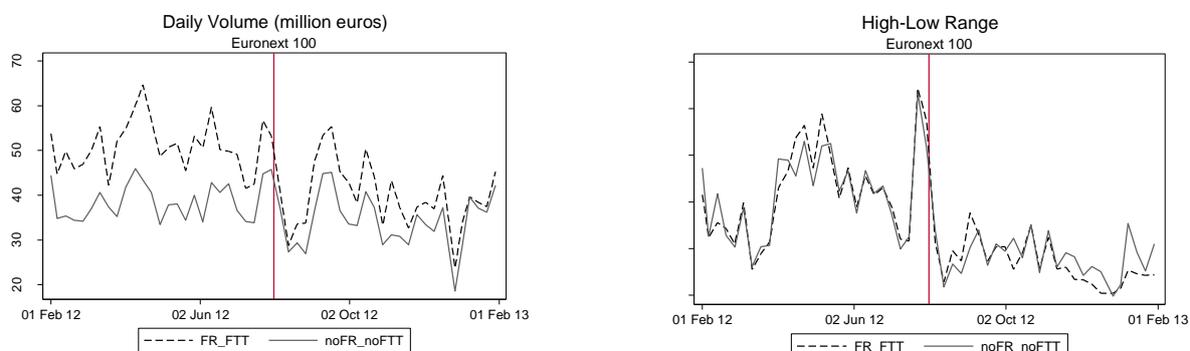
⁶ Pour une synthèse, voir Capelle-Blancard, G., et Havrylchik, O. 2016, *op. cit.*

avec l'essor considérable des transactions. Rien qu'entre 2014 et 2015, l'augmentation des transactions sur les actions françaises a été de 25 %. En somme, c'est comme si l'introduction de la TTF n'avait ralenti que de quelques trimestres la hausse tendancielle des volumes de transactions.

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.

Enfin, nous avons récemment examiné l'effet de la TTF, non seulement en 2012, mais de 2013 à 2019. Pour isoler l'effet causal de la taxe nous considérons trois situations différentes : i) quand certaines actions deviennent taxées alors qu'elles ne l'étaient pas ; ii) quand certaines actions ne sont plus taxées alors qu'elles l'étaient jusque-là ; iii) lorsque le taux de la taxe augmente. Depuis 2012, les titres nouvellement soumis à la TTF n'ont pas subi une détérioration de leur liquidité, peu importe la façon dont celle-ci est mesurée. Réciproquement, les titres qui sont sortis du dispositif de la TTF n'ont pas bénéficié d'une amélioration de leur liquidité. L'augmentation du taux d'imposition en 2017 (de 0,2% à 0,3%) n'a pas eu, non plus, d'impact significatif.

Figure 2. 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 transactions pour les actions soumises à la taxe, relativement à celle qui ne le sont pas. Calculs : Capelle-Blancard et Havrylchik (2016).

Les études académiques menées dans de nombreux pays, avec des méthodes assez diverses, livrent des résultats clairs. La TTF – du moins telle qu'elle se pratique aujourd'hui – réduit les volumes de transactions, de l'ordre de 20 %, sans toutefois avoir d'effet significatif sur la liquidité et volatilité des cours boursiers. Les dispositifs actuels sont peu efficaces comme instrument de régulation financière ; mais ils ne constituent pas un handicap pour le financement des entreprises et ne nuisent pas à leur compétitivité.

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. 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 : le double principe d’émission et de 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. Il est vrai que les capitaux sont aujourd’hui très mobiles et l’innovation financière particulièrement féconde 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 (Londres, Paris, Hong Kong, ...) en est la meilleure preuve.

Instaurée en 1694 sous la forme d’un droit de timbre, le *stamp duty* n’a depuis jamais été supprimé (ce qui en fait 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. La TTF au Royaume-Uni rapporte chaque année plusieurs 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.

L’argument d’un contournement de la TTF s’appuie souvent sur l’exemple de la Suède qui, en 1984, avait décidé d’instaurer une telle taxe. 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 qu’aux transactions réalisées par les courtiers suédois. Le dispositif britannique 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 : on parle alors de « principe d’émission ». Autrement dit, 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. 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. Les TTF introduites en France en 2012, en Italie en 2013 et en Espagne en 2021 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 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.

3.2. *Quelle assiette ?*

Quelles transactions taxer ? Les actions, comme le propose Keynes⁷ ? Les opérations de change comme le suggère Tobin ? Les obligations pour réduire les incitations à l'endettement ? Les produits dérivés, souvent qualifiés d'arme de destruction massive ? La grande majorité des dispositifs en vigueur aujourd'hui porte exclusivement sur les actions.⁸ 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. La seconde consiste au contraire à adopter une démarche plus ambitieuse, avec une assiette large et un taux faible. Aujourd'hui, c'est la première option qui semble la plus probable. Après des années d'atermoiements, l'ambitieux projet de la Commission européenne n'a plus beaucoup de soutien politique.

Pour ce qui est des produits dérivés, on se heurte à des difficultés de mise en œuvre : ce sont des instruments complexes dont la base taxable est difficile à identifier.⁹ En outre, l'opposition du secteur bancaire et financier est vive : pas surprenant quand on sait que ce sont les opérations entre intermédiaires financiers qui représentent, d'après la BRI, l'essentiel de l'activité de produits dérivés.

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 (en 2022 par exemple, sur Euronext Paris, il s'est échangé pour moins de 3 milliards d'euros d'obligations). De fait, les obligations sont souvent omises dans les débats sur la TTF. Une question demeure aussi 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.

« 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. 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. 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 ». L'obstacle est surtout politique car cela suppose une large coopération internationale.

⁷ Pour Keynes, il s'agissait de « *la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer (...) la prédominance de la spéculation sur l'entreprise* ».

⁸ Pour protéger les entreprises dont les titres sont les moins liquides, il est possible d'exempter les petites capitalisations, comme c'est le cas en France (en dessous d'un milliard d'euro de capitalisation, ce qui concerne une centaine d'entreprise sur les 600 environ cotées à Paris), en Italie (avec un seuil à 500 millions d'euros) ou au Royaume-Uni (depuis 2014, pour les petites entreprises à fort potentiel de croissance).

⁹ Voir Persaud, A., 2014, « Taxing transactions in financial derivatives: problems and solutions », *Intelligence Capital*.

www.stampoutpoverty.org/wp-content/uploads/2014/09/Taxing_Derivatives_Transactions_Persaud_120914.pdf

3.3. Quel 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) ou au Royaume-Uni (0,5 %).¹⁰ 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.

Pour mieux apprécier le taux d'imposition effectif, livrons-nous à quelques calculs simples. En 2022, la TTF française a rapporté 1 363 millions d'euros au budget général (source : situation mensuelle de l'Etat), auxquels s'ajoutent 528 millions (le plafond) affecté au Fonds de solidarité pour le développement (FSD), soit un produit total de 1 891 millions d'euros (un record). Le taux nominal de la TTF étant de 0,3 %, cela correspond à une base fiscale de 630 milliards. Or, cette même année, le volume total de transactions sur Euronext Paris s'est élevé à 1 139 milliards, auquel on doit ajouter les transactions réalisées sur d'autres plateformes, dont il est hélas très difficile de mesurer l'activité.¹¹ En supposant que la part de marché d'Euronext Paris soit comprise entre 60 % et 75%, le volume total peut être estimé entre 1 500 et 1 900 milliards.¹² On obtient alors que seulement 33% à 42% des transactions sont effectivement taxées. Dit autrement, le taux d'imposition « implicite » de la TTF en France n'est que de 0,10 % à 0,12%.¹³ La raison principale pour laquelle le taux effectif est si faible tient aux 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.

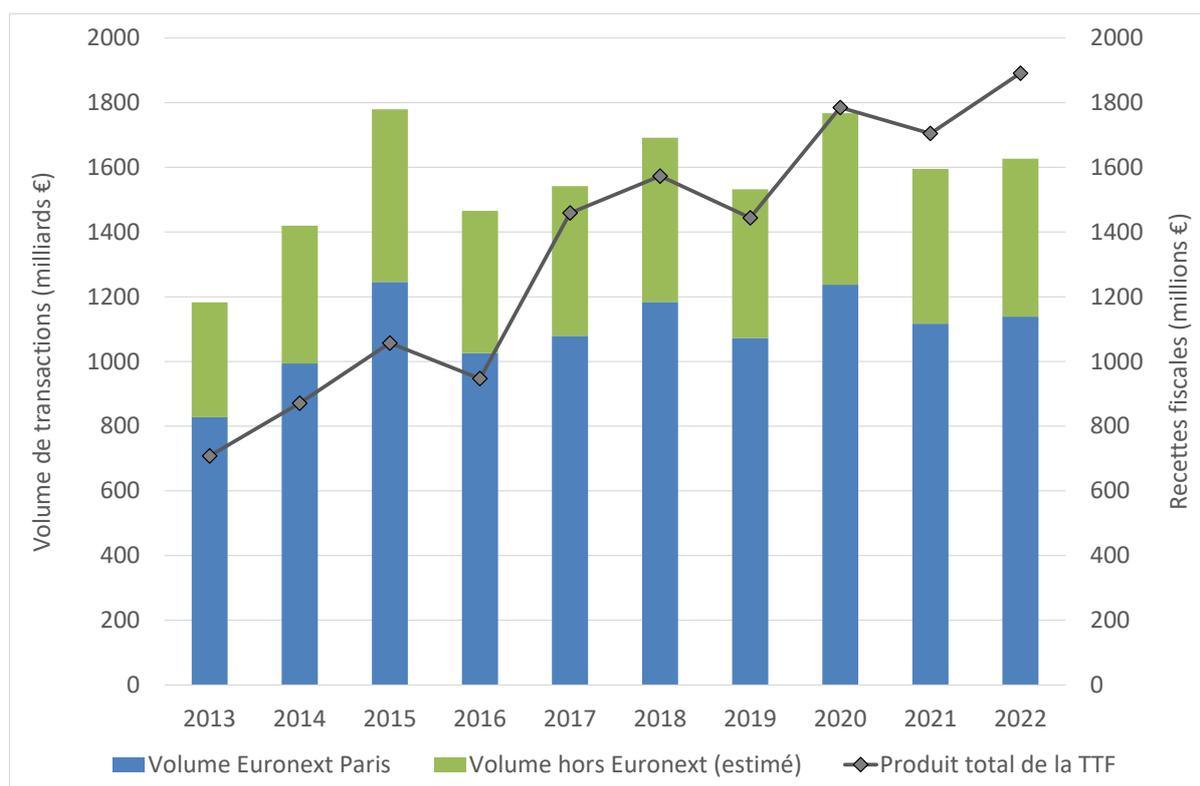
¹⁰ Il est aussi tout à fait possible de taxer à des taux différents les plateformes selon qu'elles sont, ou non, réglementées. C'est le choix qu'a fait l'Italie, avec un taux double pour les transactions réalisées de gré à gré. La part de marché du gré à gré a d'ailleurs brusquement chuté. Voir Capelle-Blancard, 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.

L'idée de taux différenciés n'a 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.

¹¹ Ni l'AMF, ni la Banque de France ne fournissent ces informations. Au niveau international, la Banque mondiale propose certes quelques données, mais elles ne concernent que les opérateurs historiques, et pour la France ne vont pas au-delà de 2015.

¹² Cette estimation est, volontairement, très conservatrice. D'après l'ESMA (TRV No.1 2023 Structural Market Indicators), le montant des transactions boursières en France s'élève pour 2021 à 2 646 milliards d'euros, soit une part de marché pour Euronext de 42%. D'après Refinitiv, si l'on tient compte des échanges OTC, on serait même à plus de 4 300 milliards pour 2022.

¹³ On peut évidemment se livrer à un calcul similaire pour les autres taxes, présentes et passées. Pour le Royaume-Uni, on est également proche d'un taux implicite de 0,1 %, pour un taux nominal de 0,5 %. 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'Impôt sur les Opérations de Bourse, 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 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 (au moins) 20 fois inférieur à celui qui prévalait en Suède au milieu des années 1980. 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 prudence quand on compare la situation en France (ou le projet européen) à la situation qui prévalait en Suède il y a presque 40 ans.

Figure 3. Volume de transactions et produit total de la TTF en France

Sources : Recettes fiscales d'après la situation mensuelle de l'Etat (le produit total est calculé comme la somme des recettes au budget général et du montant affecté au FSD). Volume total de transactions d'après Euronext Paris (on suppose ici que la part de marché d'Euronext Paris est de 70%).

3.4. TTF et HFT

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.¹⁴ Or en pratique, 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. Tous ces amendements ont subi un sort funeste : soit non-soutenu, soit rejeté, soit adopté puis retiré quelques semaines plus tard après intervention du

¹⁴ 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. Le HFT représenterait en Europe près de la moitié du montant total des transactions et plus de deux tiers du nombre d'ordres.

gouvernement, soit encore censuré par le Conseil constitutionnel pour vice de forme. 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.¹⁵

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.¹⁶ 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.

Une alternative serait d'envisager une taxe on pas sur les transactions, mais sur les ordres de bourse annulés. Alors que le rapport entre le nombre d'ordres transmis au marché et le nombre effectif de transactions était stable et légèrement au-dessus de 1 jusqu'au début des années 2000, il a fortement augmenté pour être atteint plus de 30 aujourd'hui. Cela suscite évidemment de sérieuses inquiétudes quant aux possibles manipulations des cours boursiers.

4. La TTF : un arbitrage délicat

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.

4.1. Une ou des TTF ?

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.

¹⁵ 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. »

¹⁶ Voir également le Référé n°82017-1860 de la Cour des Comptes qui pointe notamment l'absence de contrôles administratifs.

Or ce n'est pas le cas aujourd'hui. Alors bien sûr, il est possible d'envisager une augmentation drastique de son taux, mais alors, l'effet sur les marchés financiers serait 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 fixing, 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 réglementer ou de taxer spécifiquement certaines transactions, jugées les moins utiles au fonctionnement des marchés.

Selon une règle simple de politique économique, dite de Tinbergen, 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 ciblées portant, par exemple, sur les ordres annulés ou les investissements réalisés dans les technologies permettant d'accroître la vitesse des ordres.

4.2. Étendue au niveau mondial, la TTF pourrait rapporter entre 162 et 405 milliards d'euros chaque année

La TTF est une source de revenus non-négligeable pour de nombreux pays : 1,5 milliard d'euros en Suisse, près de 5 milliards d'euros au Royaume-Uni, et plus de 7 milliards d'euros en Corée du Sud, à Hong Kong, ou à Taiwan ! En France, les recettes fiscales sont de près de 2 milliards d'euros. Combien pourrait rapporter une TTF au niveau de la zone euro, de l'Europe, voir du monde ?¹⁷ Tout dépend évidemment des hypothèses retenues. Nous limitons au cas des actions (les obligations, les dérivés, les changes sont donc exclus).

Nous examinons deux scénarios, selon que la TTF ne porte que sur les transferts de propriété (comme le *stamp duty* britannique ou la TTF française) ou inclut toutes les transactions, et pour chacun de ces scénarios, nous examinons deux taux : 0,3% (comme en France) et 0,5% (comme au Royaume-Uni). On fait par ailleurs l'hypothèse que les deux tiers des transactions sont intra-journalières. On suppose également que si la TTF est étendue aux transactions sont intra-journalières, alors le volume de transactions sera réduit de moitié. Les données sur les volumes de transactions sont issues des *Monthly Market Share* publiés par Refinitiv (Thomson-Reuters). Ces données sont approximatives tant il est difficile aujourd'hui, avec la multiplication des plateformes d'échange de titres, de connaître les

¹⁷ Il existe de nombreuses estimations des recettes potentielles de la TTF, qui dépendent bien sûr beaucoup des hypothèses retenues concernant le type de taxe, des exemptions et de la réaction des investisseurs (mesurée par le paramètre d'élasticité des volumes à la taxe). À l'échelle de l'UE27, la Commission estimait initialement les recettes fiscales à 57 milliards d'euros, les deux tiers provenant de la taxation des produits dérivés. 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*, à l'échelle mondiale, pour une taxe sur tous les marchés financiers au comptant ou à terme, les revenus pourraient s'élever à plus de 1 000 milliards de dollars.

transactions réalisées.¹⁸ Les données et les résultats pour les principales places financières mondiales, pays par pays, sont présentés en annexe. Le Tableau 1 synthétise les recettes fiscales espérées si la TTF est étendue à l'UE27, à l'Europe, au G7, au BRICS au G20 et au monde.

Scénario 1. Si la TTF française était généralisée (avec un taux de 0,3%), les recettes fiscales annuelles seraient de 17 milliards d'euros pour l'UE27, 26 milliards pour l'Europe, 86 milliards pour l'Amérique du Nord, 48 milliards pour l'Asie-Pacifique. Au niveau mondial, les recettes totales pourraient s'élever à 162 milliards d'euros par an, dont 65% pour le G7, 22% pour les BRICS et 96% pour le G20. Si le stamp duty britannique était généralisée (avec un taux de 0,5%), les recettes fiscales annuelles seraient de 29 milliards d'euros pour l'UE27, 44 milliards pour l'Europe, 143 milliards pour l'Amérique du Nord, 80 milliards pour l'Asie-Pacifique, pour un total au niveau mondial de 270 milliards d'euros. Les estimations sont ici très prudentes et ne posent guère de problème, puisqu'il s'agit juste de connaître le montant des transactions, les autres paramètres étant bien connus.

Scénario 2. Si on étendait la TTF aux transactions intra-journalières, en supposant une baisse des volumes de 50%, les recettes fiscales pourraient s'élever entre 243 et 405 milliards d'euros par an (pour un taux de 0,3% et de 0,5%, respectivement). L'estimation est ici beaucoup plus délicate puisqu'on ignore quel serait l'effet d'une taxe sur le volume du trading haute-fréquence.

Tableau 1. Estimation des recettes fiscales de la TTF

Ce tableau présente les recettes fiscales attendues d'une TTF au niveau mondial. Tous les chiffres sont en milliards d'euros. Les volumes de transactions sont des estimations basées sur les données *Refinitiv* pour 2022. Nous considérons deux assiettes (uniquement les transactions journalières à l'image du *stamp duty*, ou toutes les transactions) et deux taux nominaux (0,3% ou 0,5%). Pour le calcul du taux effectif, on suppose que les deux tiers des transactions sont intra-journalières et que l'extension de la TTF à l'intra-journalier conduira à une baisse de 50% des volumes.

Scénario	Stamp duty		TTF étendue à l'intraday	
	0,3%	0,5%	0,3%	0,5%
Taux nominal				
Taux effectif	0,100%	0,166%	0,3%	0,5%
<i>Volume de transactions (mds €)</i>				
Amérique du Nord	86 000		43 000	
Europe	26 000		13 000	
UE27	17 000		8 500	
Japon	7 000		3 500	
Asie-Pacifique	48 000		24 000	
G7	107 000		53 500	
BRICS	35 000		17 500	
G20	156 000		78 000	
Monde	162 000		81 000	

¹⁸ D'après l'ESMA, dans l'UE27 par exemple, il existe 116 *regulated markets* (RMs), 144 *multilateral trading facilities* (MTFs), 29 *organised trading facilities* (OTFs), 179 *systematic internalisers* (SIs), 15 *approved publication arrangements* (APAs) et 19 *approved reporting mechanisms* (ARMs).

<i>Recettes fiscales (mds €)</i>				
Amérique du Nord	86	143	128	214
Europe	26	44	40	66
UE27	17	29	26	43
Japon	7	12	10	17
Asie-Pacifique	48	80	72	120
G7	107	178	160	266
BRICS	35	58	52	87
G20	156	260	234	390
Total	162	270	243	405

Source : Données Refinitiv pour les volumes de transactions (2022). Calculs : auteur.

5. 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. Les crises financières successives ont 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 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 coût de collecte modique et a un fort caractère redistributif. Le *stamp duty* britannique ou la TTF française appliquée par les pays du G20 rapporterait autour de 200 milliards d'euros par an, de quoi, par exemple, financer la lutte contre le changement climatique. Les deux tiers environ seraient financés par les pays du G7, un quart par les pays émergents. 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.

Deux options sont sur la table : d'une part un projet ambitieux, applicable à tous les instruments, y compris aux opérations les plus spéculatives et/ou court-termiste ; d'autre part une généralisation des dispositifs existants, à un nombre important de pays. Cette deuxième option est certes plus modeste, mais elle a naturellement plus de chance de susciter l'adhésion de nombreux pays en Europe, mais pas seulement. C'est semble-t-il le projet du Président Emmanuel Macron dans son discours du 26 septembre 2017 : « Il y a deux pays en Europe qui ont une taxe sur les transactions financières, la France et le Royaume-Uni. Je vais proposer que nous adoptions, à 28, l'une, ou l'autre ». Cet ancrage serait une avancée non négligeable vers, éventuellement, un dispositif plus ambitieux à moyen terme.

La TTF est un symbole fort et, en matière fiscale, ce n'est pas rien ; 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 d'affirmer sa volonté de réformer le secteur financier et son attachement à la collaboration internationale.

Annexe. Principaux dispositifs de taxation des transactions financières

Les dispositifs de taxation varient beaucoup d'un pays à l'autre et rendent les comparaisons particulièrement difficiles, notamment du fait des nombreuses exemptions. Les informations renseignées ci-dessous sont donc à interpréter avec prudence.

Europe

- **Royaume-Uni** : Créée en 1694, le *stamp duty* est le plus vieil impôt encore en vigueur au Royaume-Uni. Le dispositif porte principalement sur les actions achetées par voie électronique (*Stamp Duty Reserve Tax, SDRT*), quelle que soit la nationalité ou la résidence des contreparties. Le taux est de 0,5% pour des recettes fiscales de plus de 4 milliards de livres sterling par an, soit 0,5% des recettes fiscales totales.
- **France** : La TTF française a été introduite en 2012, mais un impôt sur les opérations de bourse existait entre 1893 et 2018. Sont taxées les actions des entreprises dont le siège social est en France et dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 milliard d'euros. Le taux est de 0,3%, mais la taxe ne porte que sur les transferts de propriété, ce qui exclut les transactions intra-journalières. S'ajoute à cela une taxe sur les ordres de bourse annulés, mais seulement pour les intermédiaires financiers exerçant leurs activités en France. Les recettes fiscales ont été de 1 891 millions d'euros en 2022, soit environ 0,4% des recettes fiscales totales.
- **Suisse** : Le droit de timbre suisse (*Umsatzabgabe*) a été introduit 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 1,5 milliard de francs suisses par an, soit 0,8% des recettes fiscales totales.
- **Italie** : La TTF italienne a été introduite en 2013, sur le modèle de la TTF française. Une taxe existait toutefois jusqu'en 1998. La taxe porte sur les actions des entreprises italiennes de plus de 500 millions de capitalisation. Le taux est de 0,1% pour les échanges réalisés sur les marchés réglementés et de 0,2% sinon. Il existe également une taxe sur 0,02% sur le trading haute-fréquence et une taxe sur les dérivés. La taxe rapporte 500 millions d'euros par an, soit environ 0,5% des recettes fiscales totales.
- **Espagne** : La TTF espagnole a été introduite en 2021 ; une TTF existait toutefois jusqu'en 1988. Elle est proche du modèle britannique, français ou italien.
- **Belgique** : Une taxe sur les opérations de bourse (TOB) existe depuis 1913. La TTF a été réformée en 2017 pour inclure les transactions réalisées par des intermédiaires financiers non-résidents. Le taux est de 0,35% pour les actions, et de 0,12% pour les obligations.
- **Irlande** : Créé en 1937 sur le modèle du *stamp duty* britannique. Son taux est de 1% et les recettes fiscales sont de l'ordre de 500 millions d'euros par an, soit environ 0,5% des recettes fiscales totales.

Asie

- **Chine** : Les transactions sur actions pour les actions chinoises de type-A sont taxées au taux de 0,1%. La taxe rapporte près de 180 milliards de yuans par an, soit presque 1% des recettes fiscales totales.
- **Corée** : La TTF impose un taux de 0,15% pour les transactions sur actions effectuées sur le Korea Stock Exchange, de 0,3% pour celles sur le Kosdaq ou le Konex, et de 0,5% pour celles de gré-à-gré.
- **Hong Kong** : Une TTF existe pour les transactions sur actions, au taux de 0,1%. Cette taxe rapporte 7 milliards d'euros environ par an, soit près de 18% des recettes fiscales totales.

- **Taiwan** : La TTF impose un taux de 0,15% sur les transactions sur actions et de 0,1 pour les obligations. Il existe aussi une taxe sur les dérivés. Ce dispositif rapporte environ 7 milliards d'euros par an, soit 10% des recettes fiscales totales.
- **Inde** : Une TTF a été introduite en 2004 avec une assiette large. Le taux est de 0,1% pour les actions, de 0,025% pour les transactions intraday, de 0,01% sur les contrats à terme, de 0,05% sur les options et de 0,0001% sur les parts de fonds mutuels.
- **Singapour** : Une TTF, sous la forme d'un *stamp duty*, est prélevée sur transactions sur actions au taux de 0,2%. Les recettes représentent environ 1% des recettes fiscales totales.
- **Malaisie** : Une TTF, du type *stamp duty*, est prélevée sur les transactions sur actions des grandes entreprises malaisiennes au taux de 0,3%.
- **Pakistan** : La TTF, sous la forme d'un *stamp duty*, remonte à 1899.

Reste du monde

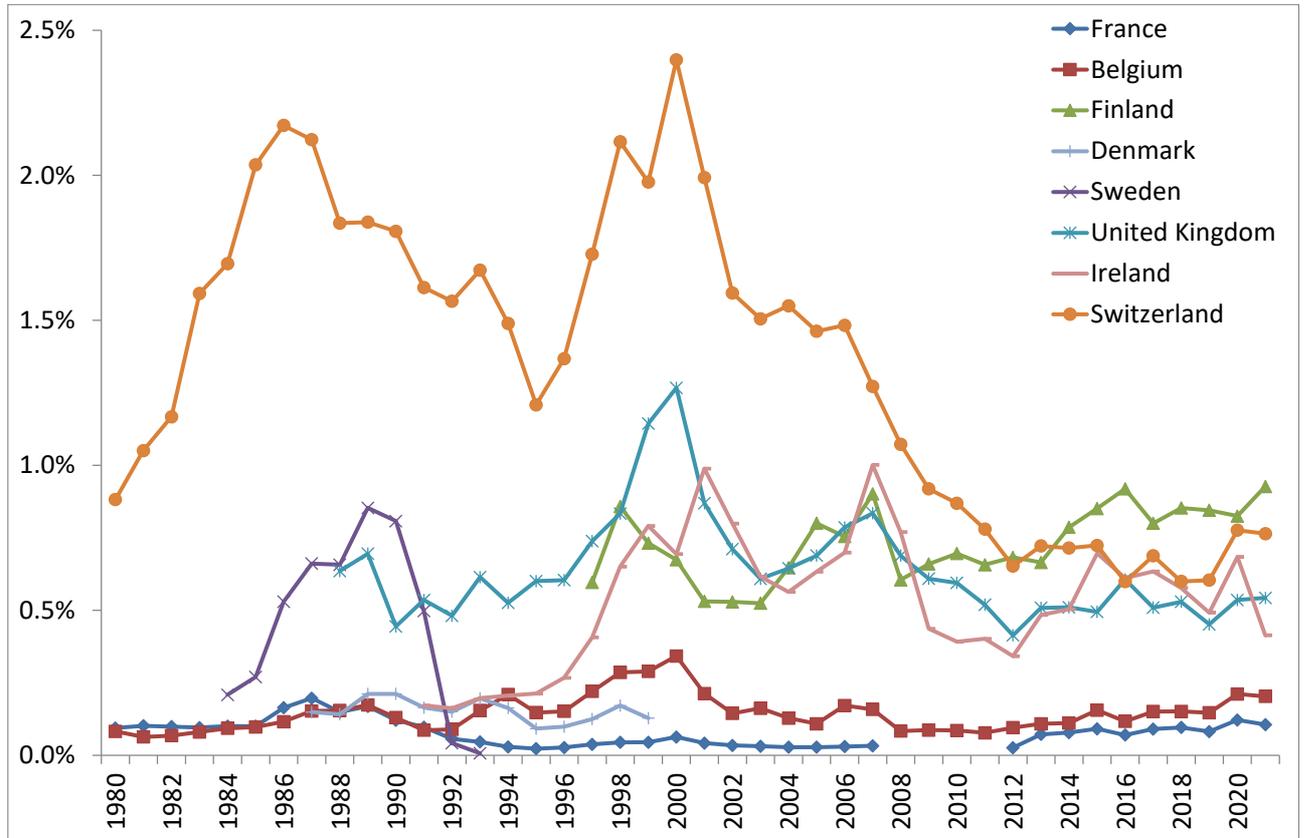
- **Afrique du Sud** : Depuis 2007, la TTF est de 0,25% sur les transactions sur actions.
- **Brésil** : Créée en 2007 (*Imposto sobre Operacoes Financeiras, IOF*) à la suite de la *Provisional Contribution on Financial Transactions*. Elle porte sur les transactions sur titres, à un taux de 1,5%. En théorie, l'assiette est très large : actions, titres de dette, change, dérivés.

Autres dispositifs (abolis ou prévus)

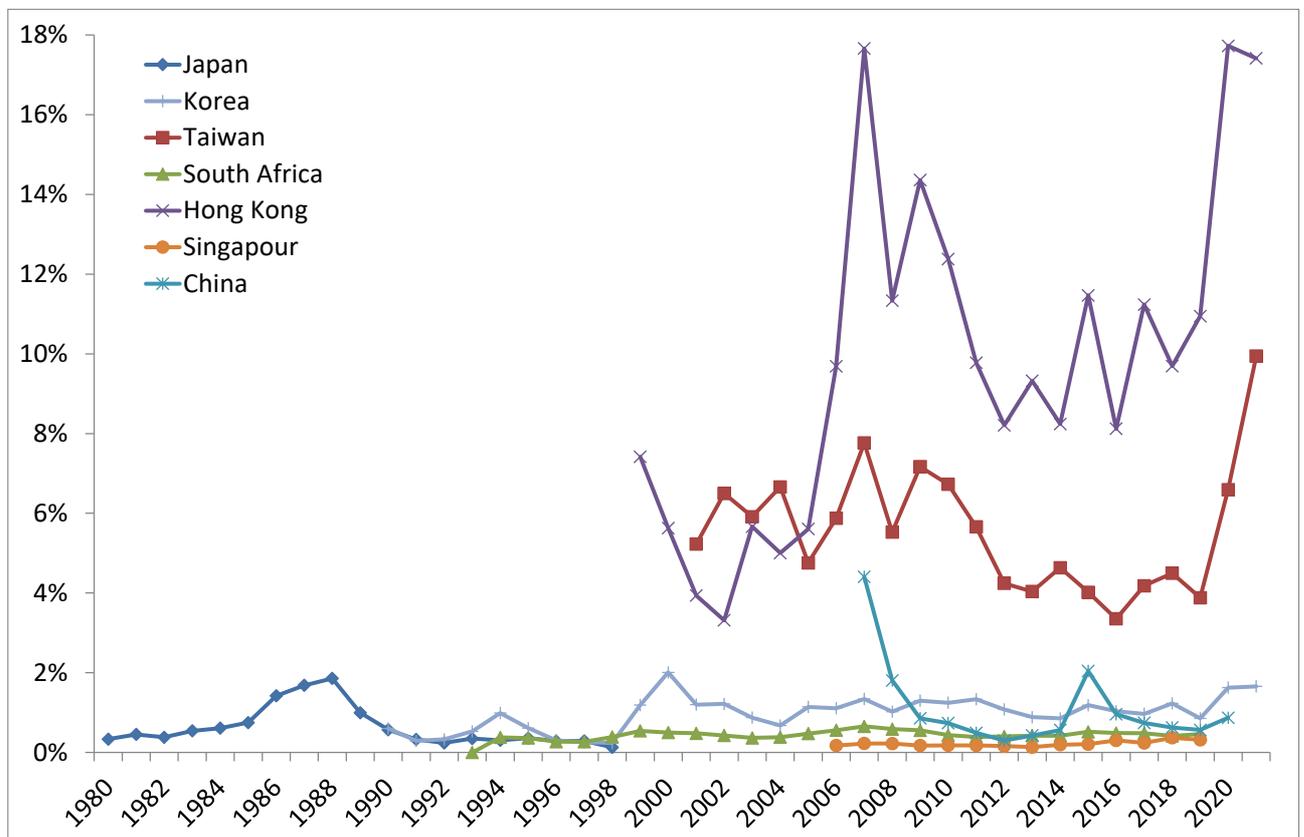
- **Etats-Unis** : La TTF a été introduite aux Etats-Unis (au moins) au début du XX^e siècle, au niveau fédéral et pour certains Etats. La taxe fédérale a été abolie en 1966 et celle de New York en 1981. Subsiste toutefois une micro-taxe sur les transactions sur actions créée en 1934 au profit de la SEC. En 2023, la taxe est de 8\$ pour une transaction de 1 million de dollars (contre 22,9\$ précédemment).
- **Suède** : Une TTF a existé en Suède entre 1984 et 1991. Cette taxe portait sur les actions et les titres de dettes. Contraire au *stamp duty* britannique, cette TTF ne s'appliquait qu'aux transactions réalisées par des intermédiaires suédois, et a provoqué une fuite de l'activité au profit de Londres.
- **Europe** : la Commission européenne a proposé en 2013 une TTF dans le cadre d'une procédure de coopération renforcée avec 10 pays de la zone euro. Cette taxe, très ambitieuse, devait porter sur les actions, les titres de dettes et les produits dérivés.
- **Allemagne** : TTF abolie en 1991.
- **Autriche** : TTF abolie en 2000.
- **Danemark** : TTF abolie en 1999.
- **Norvège** : TTF abolie en 1993.
- **Pays-Bas** : TTF abolie en 1990.
- **Japon** : TTF abolie en 1998.

Figure 4. Recettes fiscales de la TTF depuis 1980

A. Europe



B. Asie



Sources : OCDE et statistiques nationales.

Tableau 2. Estimation des recettes fiscales de la TTF, pays par pays

Ce tableau présente les recettes fiscales attendues d'une TTF au niveau mondial, par pays. Tous les chiffres sont en milliards d'euros. La première et la deuxième colonne présentent, respectivement, le volume de transactions sur les marchés réglementés (*Lit-on book*) et le volume total toutes plateformes confondues, tels que rapportés par *Refinitiv* pour 2022. Les colonnes suivantes présentent les estimations de recettes fiscales. Nous considérons deux assiettes (uniquement les transactions journalières à l'image du *stamp duty*, ou toutes les transactions) et deux taux (0,3% ou 0,5%). On suppose que les deux tiers des transactions sont intra-journalières et que l'extension de la TTF à l'intra-journalier conduira à une baisse de 50% des volumes.

	Volumes de transactions		Stamp duty		TTF étendue à l'intra-journalier	
	Lit	All	0,3%	0,5%	0,3%	0,5%
Europe	8 206	26 344	26,3	43,9	39,5	65,9
UE27	5 071	17 268	17,3	28,8	25,9	43,2
France	1 057	4 300	4,3	7,2	6,4	10,7
Germany	1 168	4 018	4,0	6,7	6,0	10,0
Austria, Belgium, Luxembourg, Netherlands	991	3 286	3,3	5,5	4,9	8,2
Denmark, Finland, Sweden	879	2 828	2,8	4,7	4,2	7,1
Italy, Spain, Portugal, Greece	803	2 221	1,4	2,3	2,1	3,4
Other UE	173	614	0,6	1,0	0,9	1,5
UK	1 165	4 886	4,9	8,1	7,3	12,2
Switzerland	676	2 193	2,2	3,7	3,3	5,5
Turkey	949	986	1,0	1,6	1,5	2,5
Russia	185	468	0,5	0,8	0,7	1,2
Other Europe	160	544	2,0	3,3	3,0	5,0
North America		85 496	85,5	142,5	128,2	213,7
USA		80 931	80,9	134,9	121,4	202,3
Canada		4 566	4,6	7,6	6,8	11,4
Africa, Latin America, Middle-East	1 943	2 151	2,2	3,6	3,2	5,4
Brazil	1 102	1 205	1,2	2,0	1,8	3,0
India	412	415	0,4	0,7	0,6	1,0
South Africa	158	241	0,2	0,4	0,4	0,6
Saudi Arabia	194	194	0,2	0,3	0,3	0,5
Mexico	74	93	0,1	0,2	0,1	0,2
Argentina	3	3	0,0	0,0	0,0	0,0

Asia-Pacific	45 476	47 982	48,0	80,0	72,0	120,0
China	32 227	32 311	32,3	53,9	48,5	80,8
Japan	5 302	6 933	6,9	11,6	10,4	17,3
Korea	3 868	4 095	4,1	6,8	6,1	10,2
Taiwan	2 064	2 223	2,2	3,7	3,3	5,6
Australia		1 000	1,0	1,7	1,5	2,5
Hong Kong	370	442	0,4	0,7	0,7	1,1
Indonesia	194	232	0,2	0,4	0,3	0,6
Singapore	12	15	0,0	0,0	0,0	0,0
		161				
World		974	162,0	270,0	243,0	404,9
		106				
G7		480	106,5	177,5	159,7	266,2
BRICS		34 640	34,6	57,7	52,0	86,6
		155				
G20		825	155,8	259,7	233,7	389,6
Other countries		6 149	6,1	10,2	9,2	15,4

Source : Données Refinitiv (Monthly Market Share) pour les volumes de transactions (2022), excepté pour l'Australie. Les données ne concernent que la catégorie d'actif « ordinary » ; elles sont filtrées par « country/region of domicile » ; on considère toutes les plateformes (« venues » = On Book – Lit & LIS, Auction, Dark RFPT, Periodic Auctions, On Exchange Immediate & Non Immediate, On Exchange NTW Immediate & Non Immediate, On Exchange LIS Deferred, On Exchange NPFT/TNCP, OTC Immediate & Non Immediate, OTC LIS Deferred, OTC NPFT/TNCP, SI Immediate & Non Immediate, SI LIS Deferred, SI NPFT/TNCP), domestiques ou étrangères (« country/region of venue »). Calculs : auteur.