

POUR UNE VÉRITABLE TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

IVAR EKELAND*
JEAN-CHARLES ROCHET**

Le prix du risque est souvent considéré comme un concept univoque qui renvoie à une bijection entre un risque et un prix. Cette bijection est valable lorsqu'il existe un marché qui permet de transférer le risque concerné d'un agent vers l'autre, comme c'est le cas pour les risques couverts par les assureurs... aux mesures de précaution ou de prévention près (le coût du risque de tremblement de terre n'est clairement pas le même selon l'exposition de la zone au risque de sismicité, selon le respect des standards de construction antisismique). La bijection n'est plus du tout valable quand il s'agit de risques inassurables par rapport auxquels le marché est déficient, comme c'est le cas du risque systémique. Le risque systémique présente en effet la caractéristique que nous le subissons tous et qu'il est donc difficile voire impossible de le transférer à d'autres agents, que très probablement nous y contribuons tous à des degrés divers et surtout qu'il représente une externalité négative au sens où son coût est, pour l'essentiel, supporté par les autres. De ce point de vue, la prime de risque sur les titres souverains inclut certainement une prime de risque systémique, mais, même si nous étions capables de l'isoler du risque idiosyncratique de défaut de l'État concerné, celle-ci ne nous renseignerait que sur le coût du risque systémique pour l'investisseur, mais pas pour la société.

233

* Professeur émérite, CEREMADE, Université Paris-Dauphine. Contact : ekeland@math.ubc.ca.

** Professeur d'économie bancaire, Universités de Genève et de Zürich ; membre de la Chaire SCOR, Toulouse School of Economics. Contact : jeancharles.rochet@gmail.com.

Ivar Ekeland a bénéficié du soutien financier de la Chaire de développement durable, Laboratoire finance des marchés de l'énergie, dans le cadre de l'Institut européen de finance.

Plus fondamentalement, le prix d'un risque qui comporte de fortes externalités comme le risque systémique repose sur notre capacité à maîtriser ce risque, à en limiter la portée par des mesures de prévention adéquates qui peuvent en modifier radicalement le montant. Concernant le risque systémique lié aux crises financières, nous savons ainsi que certains facteurs jouent un rôle clé dans la réalisation de ce risque. De fait, on a pu observer que la libération totale des mouvements de capitaux constitue un facteur causal important des crises financières. Par rapport à ce constat, une taxe sur les transactions financières (TTF) qui dissuaderait les mouvements de capitaux les plus spéculatifs pourrait réduire significativement et à coût faible la fréquence et la sévérité des crises financières. Et comme la taxe carbone est le prix du risque climatique lié au carbone qui permet d'en internaliser le coût, une TTF serait le prix du risque systémique qui permettrait d'en internaliser le coût. Naturellement, il faut au préalable s'assurer que la mesure ne coûte pas plus cher que le mal qu'elle est censée prévenir. C'est tout le débat économique sur l'opportunité et la faisabilité d'une TTF, sur lequel nous allons nous pencher dans la suite de cet article. L'analyse de cette opportunité et cette faisabilité sont donc un préalable à toute estimation correcte du coût du risque systémique lié à l'activité financière, à toute estimation du vrai coût « social » du risque systémique.

234

En mars 2010, à la suite du traumatisme provoqué par la crise des *subprimes*, le Parlement de Strasbourg chargeait la Commission européenne de mettre en place une TTF. L'objectif principal était de décourager la spéculation excessive qui avait contribué à engendrer la plus grande crise financière depuis 1929. Par ailleurs, on espérait que les recettes fiscales engendrées par une telle taxe, surnommée « Robin des Bois », pourraient soulager les finances publiques européennes, qui avaient été mises à mal par les renflouements de nombreuses grandes banques.

Neuf ans plus tard, cette taxe n'est toujours pas en vigueur au niveau européen. Que s'est-il passé ?

En 2012, la France (suivie en 2013 par l'Italie) a bien mis en place une taxe (actuellement de 0,3 % des montants échangés) sur les achats d'actions émises par les entreprises françaises dont la capitalisation boursière dépasse 1 Md€. Mais les achats au comptant suivis d'une revente dans la journée (notamment les transactions à haute fréquence, THF), ainsi que les transactions sur les produits dérivés et sur les devises, qui constituent l'essentiel des échanges, en sont exemptés¹. En conséquence, la TTF existe bien en France, mais sous une forme édulcorée : elle ne rapporte qu'environ 1 Md€ par an au fisc français.

Aucune taxe de ce type n'a été mise en place dans la plupart des autres pays de l'Union européenne. Les projets ambitieux de la Commission

européenne se sont enlisés peu à peu dans différents groupes de travail. En décembre 2018, la France et l'Allemagne ont essayé de relancer les discussions au niveau européen, mais les autres pays traînent les pieds. Il semble bien que les activités de *lobbying* de l'industrie bancaire, dont les profits reposent de plus en plus sur la spéculation financière, aient porté leurs fruits. La technique des lobbyistes est toujours la même : ne pas s'opposer frontalement aux désirs de réformes des citoyens, mais laisser le doute s'instiller petit à petit, en s'appuyant en particulier sur l'opinion de nombreux économistes selon lesquels il n'est pas scientifiquement prouvé que la spéculation financière soit socialement nuisible.

L'expérience française a été étudiée dans plusieurs articles académiques², dont les principaux résultats empiriques sont assez concordants. Toutefois, les recommandations qu'ils en tirent sont assez différentes. Pour essayer de comprendre ces divergences, nous présenterons les différents arguments qui s'opposent à la taxe. Nous expliquons ensuite pourquoi nous ne sommes pas convaincus par ceux-ci, puis nous formulons une série de propositions d'extension de la TTF. Ces propositions, si elles étaient adoptées, aboutiraient d'après nous à une véritable TTF, qui pourrait augmenter les recettes fiscales sans avoir beaucoup d'effets négatifs³.

LA TTF EN FRANCE

Depuis 2012, une taxe (dont le taux actuel est de 0,3 %) est prélevée sur une petite partie des transactions financières portant sur les actions des sociétés françaises dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 Md€. Seuls les acheteurs paient cette taxe. L'assiette de cette taxe est extrêmement étroite car elle prévoit beaucoup d'exonérations. Certaines de ces exonérations sont sans doute légitimes, comme celles dont bénéficient les transactions sur le marché primaire (émission et rachat d'actions) ainsi que les transactions conduites par les chambres de compensation et les dépositaires centraux, car ces transactions n'ont aucun caractère spéculatif. Les banques sont elles-mêmes très largement exonérées au titre de leurs activités de teneurs de marché, ce qui est déjà plus contestable car il est parfois difficile de distinguer les transactions qui relèvent de ces activités de celles qui sont purement spéculatives. Mais on ne comprend pas vraiment pourquoi les transactions à terme et surtout les THF, qui constituent la grande majorité des transactions sur les actions françaises, en sont exonérées.

Les recettes de cette taxe ne sont pas flamboyantes : elles ne représentent guère plus que 1 Md€ par an, à comparer avec les 153 Md€ de la TVA, les 100 Md€ de la CSG et les 72 Md€ de l'impôt sur le revenu

(chiffres 2018). Notons également que l'équivalent britannique de la TTF (la *stamp duty*) rapporte environ quatre fois plus par habitant et la TTF suisse douze fois plus !

Plusieurs études ont été publiées sur la TTF française : toutes concluent qu'elle a entraîné une baisse moyenne de 10 % environ du volume des transactions sur les actions concernées, et qu'elle n'a pas eu d'impact notable sur la liquidité et la volatilité. Alors que Capelle-Blancard (2017) en conclut que la TTF doit être renforcée, Colliard (2018) y voit plutôt la marque de l'échec de la TTF. Nous développons maintenant les arguments de Colliard.

Les arguments qui s'opposent à la TTF

Nous laisserons de côté l'argument d'autorité utilisé parfois par l'industrie, selon lesquels les supporters de la TTF seraient incompetents et utopistes. Parmi les économistes favorables à la TTF, on peut citer Keynes, l'un des plus grands économistes du XX^e siècle, pas moins de quatre prix Nobel (Krugman, McFadden, Stiglitz et Tobin), Summers (le secrétaire au Trésor américain sous Clinton), les grands professeurs américains Frankel (Harvard) et Dornbusch (MIT), ainsi que les financiers vedettes Buffet et Soros. Il est difficile de prétendre que tous ces économistes et financiers sont (ou étaient) incompetents.

236

Nous allons plutôt nous placer sur le plan des idées et examiner successivement quatre arguments de fond :

- une TTF entraîne une délocalisation des échanges, sauf si tous les pays du monde l'adoptent en même temps, ce qui est manifestement utopique ;
- une TTF ne peut pas rapporter gros, car elle est facilement évitable par les banques ;
- une TTF est répercutée sur les usagers finals ; elle entraîne une baisse des rendements pour les épargnants et une augmentation du coût du capital pour les entreprises ;
- finalement, la TTF est une taxe du passé ; elle est obsolète et ne répond pas aux objectifs fixés par ses instigateurs. On peut faire beaucoup mieux avec une taxe bancaire sur le risque systémique.

La délocalisation des échanges

En janvier 1984, la Suède a introduit une taxe de 0,5 % (doublée en juillet 1986) sur les échanges d'actions à la Bourse de Stockholm. La taxe fut ensuite étendue (avec un taux plus faible) aux obligations. Comme on aurait pu s'y attendre, cette taxe a entraîné la délocalisation à la City de Londres d'une bonne partie des échanges sur les actions suédoises (Umlauf, 1993). Le volume des échanges à la Bourse de Stockholm s'est effondré et les recettes annuelles de la taxe ne dépass-

sèrent jamais 50 millions de Kröner, au lieu des 1 500 millions escomptés. La taxe fut abandonnée progressivement dans les années 1990. Il est facile de comprendre que l'assiette de cette taxe (c'est-à-dire les transactions localisées à la bourse de Stockholm) avait été mal conçue et que l'on peut faire beaucoup mieux.

Persaud (2017) se fait, par exemple, l'avocat de la *stamp duty* britannique qui existe depuis 1694, qui rapporte chaque année plusieurs milliards de livres au Trésor britannique et qui n'a pas empêché la City de devenir l'une des premières places financières mondiales. La raison est que l'assiette de cette taxe est basée non sur la localisation des échanges comme la malencontreuse taxe suédoise, mais sur la domiciliation des entreprises qui émettent les actions. Un investisseur qui achète ou vend une action britannique paiera la *stamp duty*, quel que soit l'endroit où la transaction a lieu.

Certains prétendent néanmoins qu'imposer une TTF pourrait amener les grandes entreprises du pays à délocaliser leur siège social dans un pays sans TTF. Il est vrai que l'annonce du Brexit a récemment amené certaines entreprises britanniques à déplacer leur siège social sur le continent. Mais faire de même uniquement à cause de la TTF nous paraît peu plausible car, comme nous allons le voir, son impact sur le coût du capital reste minime. Une entreprise décide de la localisation de son siège social sur la base de nombreux facteurs, tels que le taux de l'impôt sur les sociétés et aussi la réputation du pays et de la qualité de son système juridique et de ses infrastructures. La banque UBS avait bien menacé de se délocaliser à Singapour en 2010 quand les autorités prudentielles suisses lui avaient imposé des exigences en capital plus élevées que pour les banques non systémiques. Mais UBS a vite compris qu'en devenant « United Banks of Singapore », elle perdrait beaucoup en termes de réputation auprès des grands investisseurs. Elle a donc décidé de rester en Suisse, même si la réglementation prudentielle y est plus stricte qu'ailleurs.

237

*Une TTF ne rapportera jamais beaucoup d'argent
car elle est facilement évitable par les banques*

Colliard (2018) critique l'étude d'impact de la Commission européenne qui en 2011 avait conclu qu'une TTF européenne sur les produits dérivés pourrait rapporter beaucoup. L'argument de la Commission était simplement qu'avec une taxe de 0,1 % portant sur les 781 000 Md€ de notional de produits dérivés en Europe (chiffre 2010), on récolterait 781 Md€ (à comparer avec les 286 Md€ de recettes fiscales totales pour la France en 2018). La faiblesse du raisonnement est qu'il néglige l'élasticité du volume des échanges au niveau des coûts de transactions, dont la TTF est une composante. Une fois taxées, les

banques changeraient de stratégie et diminueraient considérablement leurs positions sur les marchés dérivés et plus généralement le volume de leurs échanges sur les marchés soumis à la taxe. En prenant cet effet en compte, Schulmeister *et al.* (2008) arrivent au montant plus raisonnable de 310 Md€, qui reste quand même respectable. Même s'il est difficile d'évaluer à l'avance la réduction du volume des échanges qu'entraînerait la TTF, notamment sur les marchés dérivés et les marchés des changes, on peut toujours envisager d'ajuster son taux en fonction de son impact observé sur le volume des transactions. L'exemple de la SEC (Securities and Exchange Commission) sur les achats d'actions aux États-Unis est particulièrement éclairant. Instaurée par le *Securities Exchange Act* de 1934, cette taxe a pour but de financer la régulation des marchés américains. Son taux est donc choisi de façon à rapporter à peu près le montant du budget de la SEC. Il est donc constamment ajusté en fonction du volume des transactions. Il était, par exemple, de 0,00184 % en 2015, 0,00218 % en 2016, 0,00231 % en 2017 et 0,00130 % en 2018. Notons au passage que les taux sont extrêmement faibles.

Comme toutes les taxes, une TTF peut être évitée en utilisant des comptes bancaires dans les paradis fiscaux. Mais le Congrès américain a montré la voie en imposant en 2010 le *Foreign Account Tax Compliance Act* (FATCA) aux banques étrangères. Toutes les banques du monde sont désormais obligées, sous peine de graves sanctions, de déclarer l'ensemble des transactions réalisées pour le compte de leurs clients qui sont résidents ou citoyens américains. Beaucoup de grandes banques hésitent désormais à encourager l'évasion fiscale. On voit donc que le problème est politique. Si la Commission européenne décidait d'imposer le même système que le Trésor américain, l'évasion de la TTF ne serait plus possible.

En dernière analyse, la TTF est payée par les usagers finals, ménages et entreprises

Il est vrai que la TTF est répercutée par les intermédiaires financiers sur leurs clients finals et à ce titre entraîne en effet une augmentation du coût du capital pour les entreprises et une diminution de la rentabilité de l'épargne pour les ménages. Toutefois les montants en jeu ne sont pas considérables. Colliard (2018) évalue ainsi à 0,07 % l'augmentation du coût de financement des entreprises. Selon lui, le coût du capital passerait ainsi de 8 % à 8,07 %, ce qu'il considère comme non négligeable, mais qui doit être mis en regard avec le coût total de l'intermédiation financière.

Il nous rappelle aussi « que *in fine* on ne taxe pas les personnes morales, mais les personnes physiques qui en sont propriétaires ». Comme certaines de ces personnes physiques ne résident pas dans le

pays, cela implique que la TTF est en partie acquittée par des non-résidents (50 % pour la *stamp duty* britannique). Cela rend la taxe plus facile à « vendre » politiquement. Parmi les résidents, ce sont évidemment surtout les riches qui sont susceptibles de l'acquitter car ils ont davantage d'épargne et ont tendance à la gérer plus « activement » que les plus pauvres. Considérons un ménage modeste qui investit son épargne dans un fonds commun de placement « passif » qui achète le portefeuille de marché et le revend vingt-cinq ans après au moment où le ménage part à la retraite. Le coût annuel de la taxe pour ce ménage est donc de 0,3 % divisé par 25, soit 1,2 points de base. Pour un ménage riche qui investit dans un fonds spéculatif qui achète et revend les titres 100 fois par an, le coût annuel est en revanche de 30 %. Voici une taxe qui serait bien plus progressive que la TVA !

Rappelons aussi que les clients paient des commissions aux intermédiaires. L'industrie prétend que le coût des services financiers a considérablement baissé grâce à l'accroissement des volumes d'échange. Ce n'est pas ce que trouve Thomas Philippon. Dans une étude célèbre de 2014, il montre que le coût moyen de l'intermédiation financière aux États-Unis est resté proche de 2 % depuis la fin du XIX^e siècle. S'il y a eu des gains de productivité, ils ont été entièrement absorbés par les marges des intermédiaires ! Si les banquiers ont raison en déclarant qu'une taxe de moins de 1 % peut entraîner de graves distorsions sur les marchés financiers, alors il convient de réformer en profondeur notre système financier car celui engendre des coûts d'intermédiation de l'ordre de 2 %.

239

Une taxe obsolète qui ne répond pas aux objectifs fixés

C'est l'argument inattendu défendu par Colliard (2018). Au lieu de critiquer la TTF parce qu'elle est trop défavorable aux banques, il suggère au contraire qu'elle ne va pas assez loin car elle ne permet pas d'améliorer la « qualité » du marché en décourageant les spéculateurs du dimanche, ni de réduire les externalités engendrées par les *noise traders*. Colliard (2018) passe en revue les principaux arguments des grands économistes favorables à la TTF comme Keynes⁴, Tobin et Stiglitz. Se basant sur les résultats de son étude empirique avec Hoffman (Colliard et Hoffman, 2017), il conclut que la TTF française ne répond pas aux objectifs qui lui avaient été assignés par ces économistes.

C'est ainsi que Keynes voit dans la TTF une façon de décourager les (mauvais) spéculateurs qui ne se préoccupent pas de la valeur fondamentale des titres et veulent seulement faire des gains de court terme. Ils obligent les professionnels à essayer de prévoir leur comportement (c'est le fameux « concours de beauté ») et détournent ceux-ci des objectifs de long terme. Une TTF peut en principe réduire

les possibilités de gains spéculatifs, décourager les « mauvais » spéculateurs et faciliter la « découverte des prix » par les investisseurs de long terme.

Tobin, quant à lui, pense que les marchés de devises sont trop bien « huilés » et que le volume des transactions sur ces marchés (plus de 5 000 Md€ par jour en 2018 !) est très excessif. Il suggère qu'une toute petite taxe sur les marchés de devises permettrait de diminuer ce volume tout en rapportant beaucoup d'argent à l'État sans affecter substantiellement l'efficacité de ces marchés.

Enfin, Stiglitz considère comme Keynes qu'il faut taxer les *noise traders* qui exercent une externalité négative sur les autres investisseurs, un peu comme les entreprises qui polluent l'air et l'eau par leurs activités industrielles. La théorie économique suggère d'imposer une taxe « pigouvienne » sur toutes les activités « polluantes » telles que la spéculation financière. La TTF est donc l'analogue de la taxe carbone, à ceci près qu'elle sera acquittée par les riches beaucoup plus que par les pauvres.

Colliard et Hoffman (2017) montrent que la TTF française encourage la détention d'actifs à plus long terme, ce qui répond bien aux objectifs identifiés par Keynes et Stiglitz. Par contre, elle n'affecte pas les 49 actions françaises les plus liquides et rend les autres moins liquides et plus volatiles, ce qui est contraire aux objectifs pigouviens. Par ailleurs, la TTF ne rapporte qu'environ 1 Md€ par an. Quand on y réfléchit, ce n'est pas très étonnant car la plupart des transactions financières ne sont pas concernées par la taxe, comme les transactions sur les marchés d'obligations, les marchés dérivés, sans parler des transactions sur devises. Quant aux actions, tous les allers et retours intrajournaliers et *a fortiori* les THF sont exemptés de la taxe !

Colliard (2018) cite aussi le travail de Deng *et al.* (2018) sur la *stamp duty* chinoise. Ces auteurs montrent que cette taxe a dans un premier temps atteint son but de décourager les investisseurs amateurs entre 1996 et 2006, mais que depuis cette date, la taxe semble contribuer à augmenter la volatilité des prix, ce qui est contraire à l'un des objectifs recherchés.

Colliard (2018) conclut que « la charge de la preuve est dans le camp des partisans d'une TFF ». La seule façon d'établir l'effet qu'aurait une véritable TTF sur l'économie française est de la tester ! Comme disent les Anglais, la preuve du *pudding* est dans le fait qu'on le mange. Ce n'est qu'en élargissant l'assiette et éventuellement le taux de la TTF que l'on verra si elle est véritablement efficace ! Comme pour les *SEC fees*, on pourra toujours revenir en arrière si on est allé trop loin.

Nous formulons maintenant quelques propositions dans ce sens.

QUELQUES PROPOSITIONS POUR UNE VÉRITABLE TTF

Les études empiriques de l'impact de la TTF française concordent : la taxe a entraîné une réduction de 10 % du volume (qui a tout de même augmenté, pour d'autres raisons, de plus de 30 % depuis l'entrée en vigueur de la TTF), avec un faible impact sur la liquidité et sur la volatilité des prix des actions concernées. Loin du cataclysme prévu par ses détracteurs, la TTF n'a donc eu pour le moment qu'un effet très limité sur les échanges d'actions françaises. Nous pensons qu'il faut avoir le courage politique d'aller plus loin, même si cela pose quelques difficultés techniques.

Étendre la TTF à toutes les transactions sur les marchés secondaires d'actions

Dans sa version actuelle, la TTF ne porte que sur les transactions qui donnent lieu à un transfert de propriété. La raison officielle est que cette information est aisément disponible par la consultation des registres des dépositaires centraux comme Euroclear, qui sont les notaires des titres financiers. Le problème c'est que cela exclut la très grande majorité des échanges, et notamment les THF qui sont des « allers et retours » intrajournaliers. La première version de la TTF française prévoyait de taxer une partie de ces transactions, mais cette disposition a été abandonnée car toutes les banques avaient mis au point des stratégies quasi parfaites d'évitement. Il faut donc réfléchir soigneusement à la façon dont les allers et retours intrajournaliers seraient taxés. Il faudrait aussi que les services des impôts disposent de l'information complète sur ces transactions, ce qui devrait être possible sans trop de difficultés, malgré les dénégations de certains banquiers. Rappelons-nous que quand l'impôt sur le revenu a été créé en France en 1914, certains avaient poussé des cris d'orfraie : un tel impôt, disaient-ils, obligerait tous les ménages à déclarer leurs revenus, ce qui était vu comme une atteinte intolérable à la vie privée et ne manquerait pas d'encourager l'évasion fiscale. Même si l'évasion fiscale existe indubitablement, l'impôt sur le revenu est désormais bien accepté, et les déclarations de revenus fournissent aux économistes et aux pouvoirs publics une information précieuse sur la société française. Nous pensons que, de la même façon, demander à toutes les banques de déclarer l'ensemble de leurs transactions sur les marchés financiers permettrait de mieux comprendre ce qui se passe sur ces marchés souvent très opaques pour les régulateurs.

Étendre la TTF à tous les marchés dérivés

Étendre la TTF aux marchés dérivés pose également un certain nombre de problèmes techniques, mais ceux-ci ne sont pas insurmontables. Tout d'abord le principe de domiciliation de l'entreprise émettrice ne marche plus car n'importe quelle plateforme, localisée à Chicago ou aux Îles Caïmans, peut créer un contrat dérivé sur des actions françaises. Il faut dans ce cas adopter le principe de domiciliation du bénéficiaire. Si un contribuable français, entreprise ou particulier, vend ou achète un contrat dérivé de quelque nature que ce soit, il devra payer la TTF, indépendamment de la plateforme où le contrat est signé. Cela demande évidemment la collaboration active de l'établissement financier qui enregistre les flux financiers correspondants. Les États-Unis ont montré la voie avec le FATCA.

Une autre difficulté avec les contrats dérivés est le mode de calcul de la taxe. Dans la mesure où il existe des substituabilités importantes entre marchés au comptant et marchés dérivés, il importe de taxer à peu près de la même manière toutes les façons équivalentes d'échanger des flux financiers risqués. Pour les options, par exemple, taxer proportionnellement à la valeur nominale n'a aucun sens économique car deux options de même nominal mais de prix d'exercice ou de maturités différents n'ont pas du tout la même probabilité d'être exercées, ni par conséquent la même valeur économique. Il semble plus naturel de taxer proportionnellement à la prime de l'option, qui reflète bien sa valeur économique. Pour les marchés à terme, il n'y a pas de primes, et dans la très grande majorité des cas, le contrat ne va pas jusqu'à son terme car il est « dénoué » par une transaction en sens contraire. Sans doute s'il faudrait taxer ces contrats sur la base des flux financiers induits.

Étendre la TTF aux marchés de devises

La proposition originelle de Tobin concernait les marchés de devises, qui sont de très loin les marchés financiers les plus actifs, avec un volume quotidien de transactions supérieur à 5 000 Md€, sans commune mesure avec les besoins des usagers finals. Le volume annuel d'échanges sur les marchés de devises correspond à plus de 15 fois le PIB mondial et plus de 65 fois le volume du commerce mondial. Cela s'explique par l'organisation très particulière des marchés des devises, qui sont très décentralisés et « tirés » par les intermédiaires. Lorsqu'un client européen, par exemple, demande à sa banque de lui fournir une certaine quantité de yens à trois mois, cette banque va immédiatement essayer de se couvrir en transférant son risque de change sur une autre banque, qui va faire de même, et ainsi de suite, en moyenne dix à quinze fois. C'est ce que Lyons appelle le « *hot potato game* ». Personne ne comprend vraiment pourquoi ces marchés sont organisés ainsi, et ce qui

se passerait si un pays imposait une TTF sur les transactions réalisées pour le compte de ses contribuables, banques ou particuliers. Il est possible que le pays qui imposerait unilatéralement cette taxe ferait perdre à ses banques une bonne partie de leurs clients, mais nous ne sommes pas convaincus que cela porterait véritablement préjudice à l'économie de ce pays. Comme pour les marchés d'actions, c'est la fragmentation des marchés qui a entraîné une augmentation massive des volumes d'échanges. Une véritable TTF pourrait peut-être encourager le retour aux marchés centralisés, qui sont sans doute plus efficaces et plus transparents.

LES TRANSACTIONS À HAUTE FRÉQUENCE

Il est clair que l'extension de la TTF aux transactions intrajournalières porterait un grave coup aux THF. Brogaard *et al.* (2014) évaluent en effet la rentabilité moyenne de ces transactions à environ 0,01 %. La plupart de ces transactions disparaîtraient si la TTF leur était appliquée, même avec un taux réduit. Il convient donc de se demander quel serait l'impact social de la disparition des THF. En dépit de la rareté des données sur ces transactions, Biais *et al.* (2015) et Biais et Foucault (2014) font une analyse très fouillée de l'impact qu'elles peuvent avoir sur ces transactions et plus généralement des transactions automatisées (*algorithmic trading*). Ils montrent que ces transactions ont deux effets antagonistes. D'une part, elles diminuent les coûts d'intermédiation en réduisant les délais d'exécution et en permettant de trouver le meilleur prix pour les clients finals dans des marchés très fragmentés. D'autre part, ils permettent aux *traders* à haute fréquence d'obtenir de l'information avant les autres et créent de ce fait une situation d'information asymétrique. Biais et Foucault (2014) insistent sur la grande hétérogénéité des stratégies des *traders* à haute fréquence. Certaines, comme l'arbitrage et le *market-making*, contribuent clairement à améliorer la liquidité des marchés et la découverte des prix. D'autres s'apparentent plus à de la manipulation des prix. C'est le cas, par exemple, du *smoking*, qui consiste à attirer des investisseurs ordinaires par des cotations favorables, puis à modifier ces cotations avant que ces investisseurs aient eu le temps de faire exécuter leurs ordres. Le *spoofing* consiste quant à lui à manipuler les prix en plaçant des ordres dans le sens inverse de la transaction que l'on souhaite réaliser, puis à annuler ces ordres avant que les autres participants n'aient eu le temps de se retourner. Le *quote stuffing* consiste à inonder le carnet d'ordres d'une grande quantité d'ordres fictifs rapidement annulés, de façon à ralentir l'exécution des ordres des autres participants. Enfin le *front running* consiste pour une banque à exploiter l'information contenue dans les ordres placés auprès d'elle par ses clients, en exécutant en

priorité des transactions pour compte propre dans le même sens. On voit bien que ces activités, souvent à la limite de la légalité, ne contribuent en rien au bien commun. Bien plus, Biais *et al.* (2015) mettent en évidence une externalité négative liée à la « course aux armements » engendrée par le HFT. Ils proposent de taxer non les transactions elles-mêmes, mais les investissements réalisés par les institutions financières qui font du THF.

QUE FAUT-IL TAXER : LES TRANSACTIONS OU LES EXTERNALITÉS ?

Les économistes sont souvent très réticents pour taxer les transactions car ils sont attachés au principe qui veut qu'un accroissement des échanges, nécessairement mutuellement bénéficiaires car volontaires, ne peut, disent-ils, qu'améliorer le bien-être social. Ils sont également très attachés au principe Pigouvien qui veut que l'on taxe les externalités négatives. Depuis la crise des *subprimes*, les chercheurs s'en sont donnés à cœur joie pour essayer d'appliquer le principe pollueur payeur à la finance. Cela a donné lieu à de nombreuses propositions originales comme de taxer le risque systémique créé par les banques, de taxer les transactions à court terme, de taxer les annulations d'ordres, etc. Colliard (2018) voit même la TTF comme une taxe complètement obsolète : on peut de nos jours faire beaucoup mieux pour forcer les banques à internaliser les externalités négatives qu'elles génèrent. Il suggère, par exemple, de faire payer une taxe plus élevée aux investisseurs qui détiennent les titres moins longtemps. Toutes ces propositions sont certes intéressantes, mais elles sont encore très largement abstraites, et il est vraisemblable que l'industrie financière pourrait facilement s'opposer à ce type de taxe.

Il est intéressant de faire un parallèle avec la taxe carbone, qui est vraiment le cas d'école des taxes pigouviennes : il existe un consensus scientifique sur l'effet des émissions de gaz carbonique sur le réchauffement climatique. Par ailleurs, on peut mesurer l'empreinte carbone des activités humaines et donc facilement les taxer. Pourtant, on n'arrive pas à mettre en place cette taxe, pour des raisons essentiellement politiques. Dans le domaine financier, la situation est bien pire : il n'existe aucun consensus sur la nature du risque systémique, sur la façon de le mesurer, sur l'impact qu'il a sur le bien-être social. Toute tentative de taxer ce risque systémique sera farouchement combattue par les banques et même si elle est adoptée, elle sera très difficile à mettre en œuvre et très facile à contourner. Pourquoi ne pas se contenter d'améliorer une taxe qui existe et que tout le monde comprend ?

CONCLUSION

La TTF est la taxe la plus populaire du monde. Capelle-Blancard (2017) nous rappelle qu'elle est approuvée par les trois quarts des Français, des Allemands et des Italiens, ainsi que par une majorité de Canadiens, de Japonais et d'Américains.

C'est une taxe pratiquement indolore, car elle a un faible impact sur le budget de la plupart des ménages. Les intermédiaires financiers sont vraiment les seuls à s'y opposer, car ils perçoivent des commissions plus ou moins proportionnelles au volume des échanges. Même s'ils en répercutent le coût sur leurs clients, elle demeure progressive car les riches, pour des raisons évidentes, paieront beaucoup plus que les pauvres.

Bien conçue, elle n'entraînerait qu'une réduction modérée des échanges et n'aurait pratiquement pas d'effet sur la liquidité et la volatilité des marchés, ni sur le coût du capital pour les entreprises et la rentabilité de l'épargne pour les ménages. Étendue à l'ensemble des transactions financières, y compris aux marchés de devises et aux contrats dérivés, elle engendrerait un « double dividende » : une diminution du volume des transactions spéculatives à court terme et une augmentation substantielle des recettes fiscales.

Emmanuel Macron s'est plusieurs fois déclaré favorable à une véritable TTF. Il déclarait, par exemple, en 2018 : « Au niveau européen, j'ai dit que j'irais jusqu'au bout. Je ne recule en rien sur ce sujet... Je veux la TTF. Je veux une TTF qui s'applique dans un espace cohérent, qui ait un sens et qui soit efficace. » Toutefois, il semble penser qu'il est indispensable que l'ensemble de nos partenaires européens l'adopte en même temps : « 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. » Comme nous l'avons expliqué plus haut, nous pensons que ces inquiétudes sont infondées et qu'une véritable TTF peut être mise en place en France, sans attendre l'accord des autres pays européens.

Pratiquement indolore et sans coût économique exorbitant en termes de fluidité des marchés financiers, une TTF permettrait aux institutions financières d'internaliser le coût du risque systémique qui est lié à leur activité. Son niveau serait naturellement déterminé en fonction de l'aversion de la collectivité à ce risque. En ce sens, elle correspondrait bien au vrai prix du risque systémique pour la collectivité, au même titre que le prix du carbone pour le risque climatique ou le tarif d'assurance pour les risques couverts par les assureurs. Naturellement, il demeurerait un risque systémique résiduel, de base, dont le montant (le prix) serait estimé selon les méthodes économiques traditionnelles.

NOTES

1. La taxe initiale incluait une disposition pour les transactions à haute fréquence, mais elle était facile à contourner et a été depuis abandonnée.
2. Notamment Becchetti *et al.* (2014), Capelle et Havrylchuk (2016), Colliard et Hoffman (2017), Gomber *et al.* (2016) et Meyer *et al.* (2013).
3. Ces propositions sont détaillées dans notre futur livre (Ekeland et Rochet, 2019).
4. Avec humour, il place en exergue dans son article la citation de Keynes selon laquelle nous sommes souvent prisonniers des idées des économistes du passé. Colliard veut montrer que la TTF, défendue par Keynes, est une taxe du passé et que l'on peut faire mieux aujourd'hui : chiche !

BIBLIOGRAPHIE

- BAKER D., POLLIN R., McARTHUR T. et SHERMAN M. (2009), « The Potential Revenue from Financial Transaction Taxes », CEPR et Political Economy Research Institute, Washington DC.
- BECCHETTI L., FESTA M. et TRENTA U. (2014), « The Impact of the French Tobin Tax », *Journal of Financial Stability*, n° 15.
- BIAIS B. et FOUCAULT T. (2014), « High Frequency Trading and Market Quality », *Bankers, Markets and Investors*, n° 128.
- BIAIS B., FOUCAULT T. et MOINAS S. (2015), « Equilibrium Fast Trading », *Journal of Financial Economics*, vol. 116.
- BROGAARD J. HENDERSHOTT T. et RIORDAN R. (2014), « High-Frequency Trading and Price Discovery », *The Review of Financial Studies*, vol. 27.
- CAPELLE-BLANCARD G. (2017), « The Tax on Financial Transactions: a Really Good Idea », présentation au Conseil scientifique de l'Autorité des marchés financiers.
- CAPELLE-BLANCARD G. et HAVRYLCHUK O. (2016), « The Impact of the French Securities Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility », *International Review of Financial Analysis*, vol. 47.
- COLLIARD J.-E. (2018), « Les taxes sur les transactions financières : un outil dépassé ? », *Revue d'économie financière*, n° 131, pp. 135-150.
- COLLIARD J.-E. et HOFFMANN P. (2017), « Financial Transaction Taxes, Market Composition and Liquidity », *Journal of Finance*, vol. 72, n° 6.
- DENG Y., LIU X. et WEI S. J. (2018), « One Fundamental and Two Taxes: When Does a Tobin Tax Reduce Financial Price Volatility? », *Journal of Financial Economics*, vol. 130.
- EKELAND I. et ROCHET J.-C. (2019), *Taxer la spéculation financière*, Odile Jacob, (à paraître).
- GOMBER P., HAFERKORN M. et ZIMMERMANN K. (2016), « Securities Transaction Tax and Market Quality – The Case of France », *European Financial Management*, vol. 22.
- HU S. (1998), « The Effects of the Stock Transaction Tax on the Stock Market – Experiences from Asian Markets », *Pacific-Basin Journal of Finance*, vol. 6.
- KEYNES J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan.
- MEYER S., WAGENER M. et WEINHARDT C. (2013), « Politically Motivated Taxes in Financial Markets: the Case of the French Financial Transactions Tax », *Journal of Financial Services Research*, vol. 2013, pp. 1-26.
- PERSAUD A. (2017), « Improving Resilience, Increasing Revenue: the Case for Modernizing the UK's Stamp Duty on Shares », Intelligence Capital, Gresham College.

SCHULMEISTER S., SCHRATZNSTALLER M. et PICEK O. (2008), « A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects », WIFO, Wien.

STIGLITZ J. E. (1989), « Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading », *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, n° 2.

TOBIN J. (1978), « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, vol. 4, n° 3-4.

UMLAUF S. (1993), « Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market », *Journal of Financial Economics*, n° 2.

