

Les taxes sur les transactions financières : expériences d'autres pays, enjeux et faisabilité

Anna Pomeranets, département des Marchés financiers

- L'idée de prélever une taxe sur les transactions financières circule depuis longtemps déjà, mais la récente crise financière mondiale a ravivé l'intérêt de certains à son endroit.
- Historiquement, deux facteurs ont encouragé l'adoption d'une telle taxe : les recettes importantes qu'elle pourrait générer et le pouvoir qu'on lui attribue de décourager la spéculation et de réduire la volatilité.
- Cependant, ce pouvoir d'atténuation de la volatilité est loin d'être démontré empiriquement. De nombreuses études semblent indiquer que l'instauration d'une TTF nuit à la qualité des marchés et donne lieu à une accentuation de la volatilité, en plus d'entamer la liquidité et de diminuer le volume des échanges. Lorsque le coût d'acquisition d'un titre augmente, il en va de même du taux de rendement exigé et du coût du capital requis. Par conséquent, il se peut qu'une TTF restreigne le flux de projets rentables, faisant baisser les niveaux de production réelle, de croissance, d'investissement ainsi que d'emploi.
- La conception d'une TTF — tout comme sa capacité de procurer des revenus substantiels — soulève beaucoup de questions qui demeurent sans réponse.

Le bon fonctionnement du système financier est tributaire de la robustesse des marchés, et maintes propositions visant à améliorer cette dernière sont motivées, du moins en partie, par la récente crise financière. L'une d'elles est l'imposition d'une taxe sur les transactions financières (TTF), une possibilité qu'étudient actuellement plusieurs pays, en particulier l'Europe. En 2011, l'Union européenne (UE) a recommandé la mise en œuvre, sur l'ensemble de son territoire, d'une taxe à hauteur de 0,1 % pour les opérations sur actions et obligations et de 0,01 % pour les contrats de produits dérivés¹. Malgré la forte réticence de certains pays membres de l'UE, cette

¹ Cette taxe ne s'appliquerait pas aux marchés primaires d'actions et d'obligations ni aux transactions entre les institutions financières et les banques centrales. On peut consulter le texte intégral de la proposition de la Commission européenne à l'adresse http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/other_taxes/financial_sector/index_fr.htm.

proposition est populaire et compte de fervents supporteurs. La France, par exemple, a adopté une TTF de 0,2 %, dont l'entrée en vigueur a eu lieu le 1^{er} août 2012².

L'un des buts avoués de l'imposition d'une TTF est l'apport d'importants revenus. La Commission européenne, par exemple, estime que la taxe proposée permettrait d'engranger environ 57 milliards d'euros par an. Les défenseurs de la TTF allèguent également que, contrairement aux autres types de taxe, cette dernière serait bénéfique pour les marchés, car elle réduirait la spéculation à court terme et, partant, la volatilité. Toutefois, les études empiriques portant sur l'instauration de taxes de cette nature montrent que celles-ci ont certaines conséquences indésirables, comme un accroissement de la volatilité, un élargissement des écarts entre les cours acheteur et vendeur, une accentuation de l'incidence des transactions sur les prix³ et une baisse des volumes d'opérations. Pour déterminer si une TTF offre des avantages nets, il convient d'analyser ses effets sur la qualité du marché et sa capacité à générer les recettes escomptées. Le présent article examine ces deux facteurs et expose les défis que comporte la mise en œuvre d'une TTF.

◀ *Les études empiriques montrent que les taxes sur les transactions financières ont certaines conséquences indésirables, comme un accroissement de la volatilité, un élargissement des écarts acheteur-vendeur, une accentuation de l'incidence des transactions sur les prix et une baisse des volumes d'opérations.*

Effets sur la qualité du marché d'une taxe sur les transactions financières

Étant donné qu'une détérioration de la qualité d'un marché a des répercussions sur la stabilité et la robustesse de ce dernier, nous examinerons ici les données relatives à l'incidence de la perception d'une TTF sur quatre mesures de cette qualité : la volatilité, le volume des opérations, la liquidité et le coût du capital.

Volatilité

Plusieurs économistes affirment qu'une augmentation du coût des transactions réduirait le volume d'opérations spéculatives perturbatrices, et donc atténuerait la volatilité *excessive*. Keynes (1936), Tobin (1978), Stiglitz (1989) ainsi que Summers et Summers (1989) postulent tous que certains agents effectuent des échanges qui ne sont pas motivés par l'information relative à la valeur fondamentale d'un titre⁴, ce qui a pour résultat d'éloigner le cours du titre de sa valeur intrinsèque. Ces mouvements de prix mineraient la qualité de l'information fournie par le marché et provoqueraient une volatilité excessive. L'imposition d'une TTF aurait un effet dissuasif sur ces agents non informés, qui deviendraient moins actifs, de sorte que les prix se stabiliseraient et que la volatilité s'amoinerait.

La thèse selon laquelle les agents non informés sont responsables de la volatilité excessive des marchés a fait l'objet de nombreuses critiques, car il est difficile d'établir clairement ce qu'est une volatilité excessive, lorsqu'on peine à définir et à mesurer le niveau de volatilité *optimal*. De plus, comme une TTF ne s'applique pas qu'aux opérations de nature spéculative, elle pourrait aussi faire baisser le volume des autres types d'échanges. De fait, certaines études donnent à penser qu'une telle taxe influencerait principalement sur l'activité des agents qui contribuent à la stabilité des prix et ne créent pas de bruit sur le marché, tels que les opérateurs informés et les fournisseurs de liquidité.

◀ *La thèse selon laquelle les agents non informés sont responsables de la volatilité excessive des marchés a fait l'objet de nombreuses critiques, car il est difficile d'établir clairement ce qu'est une volatilité excessive, lorsqu'on peine à définir et à mesurer le niveau de volatilité optimal.*

² Ainsi, le gouvernement français prélève une taxe deux fois plus élevée que ne le propose l'UE. Cette taxe de 0,2 % s'applique aux achats d'actions de quelque 109 sociétés françaises pesant plus de 1 milliard d'euros en bourse.

³ C'est-à-dire de la sensibilité du prix d'un actif à un volume d'opérations donné.

⁴ Ces agents, baptisés *noise traders* dans la littérature anglo-saxonne parce qu'ils réagissent aux rumeurs ou au « bruit » et créent à leur tour du bruit, sont appelés *agents non informés* dans la suite du texte (NDT).

Encadré 1

La taxe sur les transactions financières de l'État de New York : un cas d'école

Pomeranets et Weaver (2011) ont cherché à cerner les répercussions qu'ont eues sur la volatilité, la liquidité et l'activité de la Bourse de New York et de l'American Stock Exchange neuf changements apportés à la taxe prélevée par l'État de New York sur les transactions boursières entre 1932 et 1981. Cette taxe, instaurée en 1905, se basait sur la valeur nominale des actions. En 1932, pendant la Grande Dépression, l'État décida d'en doubler le taux afin d'augmenter ses revenus. En 1933, après avoir constaté que beaucoup de sociétés avaient réduit la valeur nominale de leurs actions afin de limiter l'effet de la TTF, les autorités new-yorkaises modifièrent le barème d'imposition pour le fonder sur les valeurs boursières, et non plus nominales, des titres. Les années suivantes, le niveau de la taxe fut modifié à trois reprises. La Bourse de New York, qui se ressentait fortement de cette taxe, a souvent fait campagne pour son abolition, alléguant qu'elle l'empêchait de concurrencer à armes égales les bourses régionales situées à l'extérieur de l'État. Avec le temps, la Bourse en vint à menacer de s'établir ailleurs afin d'échapper à cette taxe. En 1978, un plan

de suppression échelonné sur quatre ans fut finalement adopté, et la TTF new-yorkaise disparut complètement en 1981.

Pomeranets et Weaver constatent que cette taxe a eu pour effet :

- d'accroître la volatilité;
- de creuser l'écart entre les cours acheteur et vendeur;
- d'accentuer l'incidence des transactions sur les prix;
- de réduire le volume des opérations sur la Bourse de New York.

Les écarts entre les cours acheteur et vendeur étant directement reliés au coût du capital assumé par une entreprise, l'instauration d'une TTF pourrait avoir pour conséquence de ralentir la croissance économique en faisant baisser la valeur actualisée des bénéfices projetés. À la lumière de leurs résultats, les auteurs concluent qu'une TTF mine la qualité du marché.

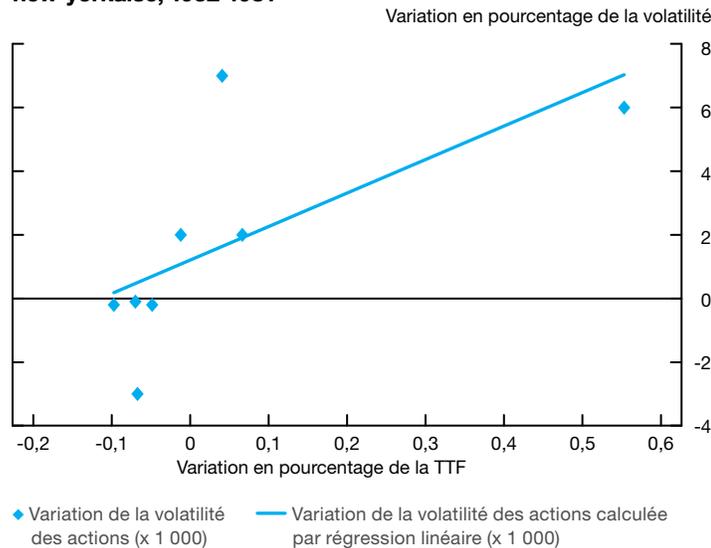
Amihud et Mendelson (2003), par exemple, avancent qu'une TTF réduirait le volume de transactions effectuées par les agents informés, avec pour conséquence un élargissement de l'écart entre le prix auquel s'échange un titre et sa valeur fondamentale, ce qui pourrait accroître la volatilité.

Comme aucun consensus ne se dégage des travaux théoriques abordant les effets d'une TTF sur la volatilité⁵, de nombreuses études ont tenté de trancher la question de manière empirique. Les conclusions auxquelles elles sont parvenues divergent et peuvent être classées sous trois catégories : observation d'une relation positive, observation d'une relation inverse et constat de l'absence d'effet⁶.

Les chercheurs du premier groupe (Umlauf, 1993; Jones et Seguin, 1997; Baltagi, Li et Li, 2006; Pomeranets et Weaver, 2011) découvrent une relation positive entre la mise en œuvre d'une TTF et la volatilité. Ainsi, Pomeranets et Weaver (2011) ont examiné neuf changements du niveau de la taxe prélevée par l'État de New York sur les transactions boursières et concluent qu'un relèvement de cette taxe s'est accompagné d'une augmentation statistiquement significative de la volatilité (**Encadré 1**). Cette relation est illustrée au **Graphique 1**. De même, Umlauf (1993) constate qu'une hausse de la TTF applicable aux opérations boursières en Suède durant les années 1980 a accru la volatilité (**Encadré 2**). Baltagi, Li et Li (2006) observent également une intensification sensible de la volatilité sur les marchés d'actions chinois par suite d'une majoration de la TTF.

⁵ En règle générale, la volatilité dont il est question dans le présent article est celle mesurée par l'écart-type des rendements.

⁶ Les études empiriques se heurtent à trois obstacles : il est difficile 1) de distinguer les effets de la TTF de ceux attribuables à des changements dans la structure des marchés ou à des changements de politique; 2) d'établir quelle proportion des opérations sont stabilisatrices par opposition à celles qui sont perturbatrices; 3) de cerner les différentes façons dont une TTF peut influencer sur le prix des titres. D'où les divergences observées entre les résultats empiriques.

Graphique 1 : Relation entre la volatilité et les modifications de la TTF new-yorkaise, 1932-1981

Nota : L'État de New York a supprimé sa TTF en octobre 1981, ce qui explique que les données s'arrêtent à cette date.

Source : Pomeranets et Weaver (2011)

Dernière observation : octobre 1981

Encadré 2

Le cas de la taxe sur les transactions financières de la Suède

Umlauf (1993) a examiné comment la taxe sur les opérations sur actions adoptée en 1984 par les autorités suédoises a influé sur le comportement de la Bourse de Stockholm. D'abord fixée à 1 %, cette taxe est portée à 2 % en 1986. Le chercheur note que la volatilité ne s'est pas atténuée après la hausse mais que le cours moyen des actions a fléchi.

De plus, Umlauf relève que 60 % des échanges concernant les onze actions suédoises les plus activement négociées se sont déplacés à la Bourse de Londres en vue d'échapper à la TTF. Après cette migration, la volatilité de ces actions négociées à Londres a chuté par rapport à celle des actions des mêmes onze sociétés échangées à Stockholm. À mesure que le volume d'activité sur la bourse suédoise diminuait, il en allait de même des revenus tirés de l'impôt sur les gains en capital, ce qui a complètement annulé les recettes de 4 milliards de couronnes provenant de la TTF en 1988.

Les études du second groupe font plutôt ressortir une relation inverse entre la TTF et la volatilité. À l'issue de leur examen de la Bourse de Tokyo, Liu et Zhu (2009) concluent qu'une baisse des taux de commission — analogue à une diminution unique de la TTF — se traduit par une volatilité accrue. Il reste que les données empiriques appuyant ce résultat sont limitées.

Parmi les chercheurs dont les travaux aboutissent à la troisième conclusion, à savoir que la volatilité n'est pas influencée par une modification du niveau de la TTF, mentionnons Roll (1989), qui, après avoir analysé les mouvements des rendements boursiers dans 23 pays, ne trouve aucun lien entre la

volatilité et les taxes sur les opérations financières. D'autres études menées sur l'imposition de taxes de cette nature au Royaume-Uni, à Hong Kong, au Japon, en Corée du Sud, à Taïwan et en Inde (Saporta et Kan, 1997; Hu, 1998; Phylaktis et Aristidou, 2007; Sahu, 2008) n'établissent pas non plus de relation entre la TTF et la volatilité.

Dans l'ensemble, les résultats de la recherche dans le domaine donnent à penser qu'une TTF est peu susceptible de réduire la volatilité et pourrait au contraire l'alimenter; ils concordent donc avec les arguments invoqués par les opposants à ce type de taxe.

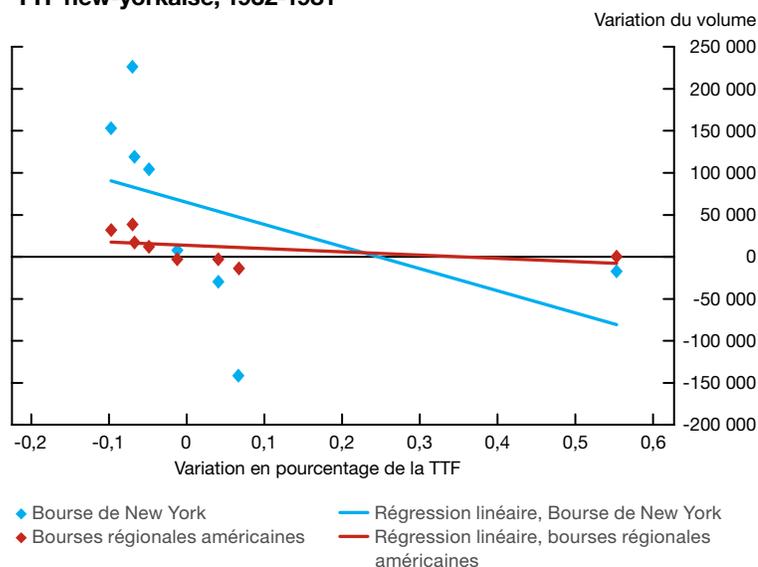
◀ Une taxe sur les transactions financières est peu susceptible de réduire la volatilité et pourrait au contraire l'alimenter.

Volume des opérations

Les opposants à la TTF, notamment Grundfest et Shoven (1991) ainsi que Schwert et Seguin (1993), font valoir qu'une telle taxe risque de saper l'activité sur les marchés, ou les parts de marché, de plusieurs façons : les opérateurs pourraient mener moins d'opérations ou suspendre complètement leurs activités en réaction à la hausse de leurs coûts de transaction, faire migrer leurs échanges sur une plateforme de négociation non assujettie à la taxe ou encore substituer des actifs d'une autre catégorie à ceux visés par la taxe⁷. Les partisans de la TTF, tels que Summers et Summers (1989), reconnaissent le risque de migration, mais soutiennent que celui-ci pourrait être éliminé grâce à la mise en place d'un régime de taxation uniforme à l'échelle internationale.

Selon le consensus qui se dégage des recherches empiriques, la perception d'une TTF est associée à un recul du volume des opérations. Pomeranets et Weaver (2011) constatent qu'à la suite d'une majoration (réduction) de la TTF new-yorkaise, le volume des échanges conclus sur la Bourse de New York connaît une baisse (hausse) statistiquement significative (Graphique 2).

Graphique 2 : Variation du volume des opérations à la Bourse de New York et dans les bourses régionales après une modification de la TTF new-yorkaise, 1932-1981



Nota : L'État de New York a supprimé sa TTF en octobre 1981, ce qui explique que les données s'arrêtent à cette date.

Source : Pomeranets et Weaver (2011)

Dernière observation : octobre 1981

⁷ Par migration, on entend le déplacement des opérations de négociation d'un endroit où elles sont taxées vers un autre où elles ne le sont pas. La substitution concerne l'abandon d'opérations sur des instruments taxés au profit de transactions portant sur des actifs libres d'impôt.

Ils observent aussi un lien entre le relèvement de cette taxe et la migration d'opérations vers des bourses régionales américaines. Dans la même veine, Jones et Seguin (1997) concluent que la déréglementation des taux de commission fixes (qui a entraîné une réduction unique des coûts de transaction) s'est accompagnée d'une augmentation du niveau d'activité global.

Ces résultats sont compatibles avec ceux que présentent les travaux théoriques et selon lesquels il existe une relation inverse entre le volume des opérations et l'existence d'une TTF. Une TTF restreint les échanges sur les bourses touchées, les opérateurs préférant conclure des transactions là où leurs coûts seront moins élevés. D'où un déplacement des échanges vers les plateformes de négociation non assujetties à une telle taxe. Campbell et Froot (1994), qui ont analysé les effets d'une TTF prélevée dans vingt pays, relèvent qu'une hausse de celle-ci résulte en une perte de parts de marché des bourses locales au profit de marchés étrangers. De même, Umlauf (1993), Baltagi, Li et Li (2006) ainsi que Bloomfield, O'Hara et Saar (2009) concluent qu'une majoration de la TTF se traduit par une diminution des parts de marché intérieur.

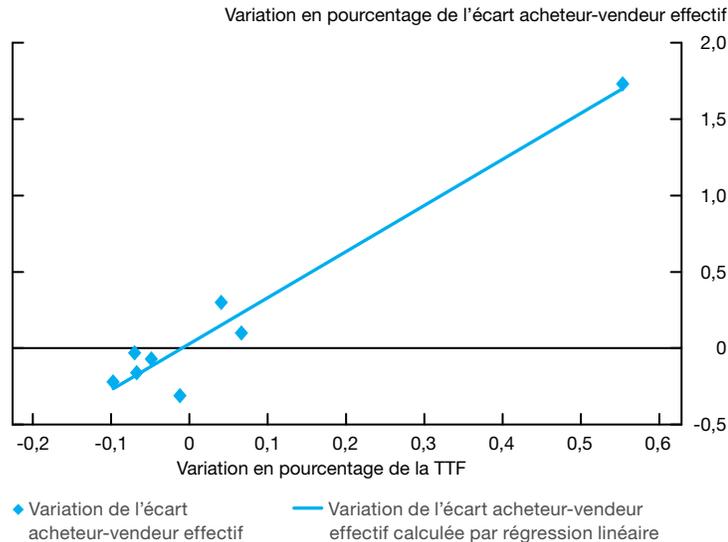
Liquidité

Selon certains défenseurs de la TTF, même si cette dernière peut contribuer à rendre les marchés plus étroits à cause de son effet dissuasif sur les transactions, elle ne donnerait pas lieu à un creusement des écarts entre les cours acheteur et vendeur. Stiglitz (1989) est d'avis que, s'il est vrai qu'il faudra plus de temps pour apparier les ordres d'achat et de vente en raison de l'étroitesse accrue du marché, les secondes ou minutes additionnelles requises n'auront pas d'incidence notable sur la liquidité. Il est possible que cet argument ait été valable en 1989, mais, de nos jours, alors que les transactions s'opèrent en une fraction de seconde, le temps additionnel que mettraient les acheteurs et les vendeurs à accéder au marché pourrait toucher de nombreux participants et nuire à la liquidité.

Pour leur part, les opposants à cette taxe affirment qu'elle réduit la liquidité du marché du simple fait qu'elle rend chaque transaction plus coûteuse et qu'en réaction, les forces à l'œuvre au sein du marché font en sorte de réduire le nombre et la qualité des opérations potentielles. L'incidence de la TTF sur les coûts se manifeste dans l'élargissement des écarts entre les cours acheteur et vendeur. Les écarts acheteur-vendeur indemnisent les opérateurs pour trois choses : le traitement des ordres, le risque de position et le risque d'asymétrie de l'information. Une TTF fait monter les coûts associés à ces trois facteurs comme suit :

- 1) la composante de l'écart qui correspond aux coûts de traitement des ordres procure aux fournisseurs de liquidité une compensation pour les coûts de transaction fixes. Parce que la baisse de volume imputable à la TTF réduit le nombre d'opérations permettant aux opérateurs de recouvrer ces coûts, cette composante renchérit;
- 2) la partie de l'écart associée au risque de position dédommage le fournisseur de liquidité qui doit tenir des stocks adéquats pour être en mesure de jumeler les ordres d'achat présents à des ordres de vente futurs et inversement. Étant donné que les opérateurs boursiers peuvent recourir à des produits dérivés pour couvrir des positions risquées, une TTF applicable à ces produits fera augmenter le coût des opérations de couverture et, du même coup, la prime liée au risque de position;

◀ *Les opposants à la taxe sur les transactions financières affirment qu'elle réduit la liquidité du marché du simple fait qu'elle rend chaque transaction plus coûteuse, comme en témoigne le fait qu'elle creuse les écarts acheteur-vendeur.*

Graphique 3 : Relation entre l'écart acheteur-vendeur effectif et les modifications de la TTF new-yorkaise, 1932-1981

Nota : L'État de New York a supprimé sa TTF en octobre 1981, ce qui explique que les données s'arrêtent à cette date.

Source : Pomeranets et Weaver (2011)

Dernière observation : octobre 1981

3) pour ce qui est de la composante concernant l'asymétrie de l'information, elle compense le risque que l'agent avec lequel les fournisseurs de liquidité négocient dispose de plus d'information qu'eux sur la valeur fondamentale de l'actif en jeu. Si la TTF réduit l'activité des agents non informés, comme l'affirment ses partisans, alors la probabilité que le fournisseur de liquidité traite avec un opérateur informé sera plus élevée, ce qui fera grimper la partie de l'écart acheteur-vendeur qui sert à rémunérer ce risque (Schwert et Seguin, 1993).

Deux études empiriques abordent la relation entre la TTF et l'écart acheteur-vendeur. La première, celle de Pomeranets et Weaver (2011), conclut que les modifications de la TTF donnent lieu à une variation positive et significative, sur le plan statistique, de l'écart en question (Graphique 3). Les auteurs de la seconde, Bloomfield, O'Hara et Saar (2009), recréent des conditions de laboratoire pour analyser cette relation. Ils constatent que l'écart peut soit s'élargir soit se rétrécir après la mise en œuvre d'une TTF, selon la force des effets de contrepoids associés aux composantes de l'écart.

Coût du capital

Une autre mesure de la qualité du marché sur laquelle se penche la littérature est le coût du capital. Amihud et Mendelson (1992) notent qu'une TTF de l'ordre de 0,5 % ferait augmenter le coût du capital de 1,33 %. Ce résultat cadre avec les conclusions de leurs travaux précédents, qui révélaient l'existence d'une relation positive entre les taux de rendement requis et les coûts de transaction (Amihud et Mendelson, 1986). Lorsqu'un investisseur doit payer davantage pour acquérir un actif, le taux de rendement qu'il exigera et le coût du capital nécessaire s'élèvent en conséquence. La hausse du coût du capital qu'engendre une TTF pourrait donc avoir plusieurs retombées néfastes, comme une diminution du flux de projets rentables et une baisse des niveaux de la production réelle, de la croissance, de l'investissement et même de l'emploi.

◀ Une taxe sur les transactions financières ferait augmenter le coût du capital, ce qui pourrait donner lieu à une diminution du flux de projets rentables et à une baisse des niveaux de la production réelle, de la croissance, de l'investissement et même de l'emploi.

Les résultats des études présentées donnent à penser qu'une TTF provoque une détérioration de la qualité du marché. Ils montrent que ce type de taxe accentue la volatilité, réduit l'activité et la liquidité des marchés et accroît le coût du capital. Mais les partisans d'une TTF peuvent considérer ces effets comme des signes qui témoignent de l'efficacité de cette dernière, les invoquant pour prôner sa mise en œuvre (on trouvera au **Tableau 1** une liste des pays membres du G20 qui ont déjà prélevé une TTF ou en prélevait toujours une en 2010).

Tableau 1 : Taxe sur les transactions financières dans des pays du G20 (jusqu'à 2010)

Pays	Actions	Émissions d'obligations et autres emprunts	Opérations de change	Contrats d'option	Contrats à terme
Argentine	Droit de timbre fédéral sur les transferts d'actions; aboli en 2001	Droit de timbre provincial, habituellement de 1 %, pouvant s'appliquer aux obligations et débetures			
Australie	Taxe applicable aux actions dans certains États	Taxe applicable aux émissions d'obligations et autres emprunts dans certains États			
Afrique du Sud	Taxe de 0,25 % sur la valeur des actions, à l'exception des nouvelles émissions				
Brésil	Taxe de 1,5 % sur les actions émises à l'étranger sous forme de certificat représentatif d'actions (elle était de 3 % en 2008)	Taxe de 1,5 % sur les emprunts (elle était de 3 % en 2008)	Taxes de 0,38 % sur les opérations de change et de 5,28 % sur les opérations à court terme (moins de 90 jours)		
Chine	Taxe de 0,1 % sur le principal				
Corée du Sud	Taxe de 0,5 % sur la valeur des actions des sociétés de capitaux ou de personnes				
France	Taxe de 15 à 30 points de base; abolie le 1 ^{er} janvier 2008				
Inde	Taxes de 0,25 % sur le cours de l'action et de 0,025 % sur les opérations intrajournalières; un droit de timbre local peut aussi s'appliquer	Un droit de timbre local peut s'appliquer		Taxes de 0,017 % sur la prime et de 0,125 % sur le prix d'exercice	Taxe de 0,017 % sur le prix à terme
Indonésie	Taxe de 0,1 % sur la valeur des actions; un droit de timbre local peut aussi s'appliquer	Un droit de timbre local peut s'appliquer			
Italie	Taxe de 0,01 % à 0,14 % sur les actions échangées hors bourse	Taxe de 0,25 % à 2 % sur le principal			
Royaume-Uni	Droit de timbre de 0,5 % sur les ventes d'actions et de parts de fiducie sur le marché secondaire			Taxe de 50 points de base sur le prix d'exercice si l'option est levée	Taxe de 50 points de base sur le prix à terme
Russie		Taxe sur le capital de 0,2 % de la valeur des nouvelles émissions, non applicable au premier appel public d'une société			
Turquie	Droit initial d'inscription à la bourse de 0,1 % et droit annuel de maintien de l'inscription de 0,025 %	Taxe d'émission de 0,6 % à 0,75 % sur les obligations	Taxe de 0,1 % sur les opérations de change des institutions financières; abolie en 2008		

Recettes fiscales et mise en œuvre : les enjeux

Outre les conséquences qu'a une TTF sur la qualité du marché, beaucoup de questions concernant sa conception et son efficacité demeurent sans réponse. Il est difficile de mettre au point une TTF équitable et efficace qui soit dure à contourner. Ainsi, les recettes tirées de cette taxe pourraient être considérablement moins élevées que ne le laissent entrevoir de simples estimations, à cause des phénomènes de migration et de substitution cités précédemment. Au moment de concevoir une TTF, il faut donc régler les questions suivantes : 1) quels instruments financiers seraient assujettis à la nouvelle taxe; 2) à quel taux elle s'établirait; 3) à quel moment du processus de négociation et à quel endroit elle serait prélevée; 4) quel emplacement serait ciblé; et, enfin, 5) si elle s'appliquerait partout dans le monde.

◀ *Il est difficile de mettre au point une taxe équitable et efficace qui soit dure à contourner, et les recettes qui en seraient tirées pourraient être considérablement moins élevées que ne le laissent entrevoir de simples estimations, à cause des phénomènes de migration et de substitution.*

Quels instruments financiers seraient assujettis à la TTF?

Les actifs visés par la récente proposition de l'UE sont les actions, les obligations et les produits dérivés. S'il paraît relativement simple de prélever une taxe sur les opérations sur actions, il pourrait en aller autrement pour les actifs d'autres catégories.

Tobin (1978) suggérait de taxer les opérations de change au comptant. Mais que faire dans le cas des contrats d'option sur devises? Le prélèvement de la taxe sur de tels contrats pourrait poser problème lorsque l'option n'est levée ni sur le marché au comptant ni sur celui à terme. Et même si l'option était levée sur l'un ou l'autre de ces marchés et soumise à la taxe, il est possible qu'une substitution s'opère en faveur d'une option synthétique ou d'autres dérivés plus complexes. Par ailleurs, si les contrats d'option sont exonérés de la TTF, les opérations qui seraient normalement menées sur les marchés à terme pourraient migrer vers celui des options pour éviter la taxe en question. Comme les acteurs de marché n'hésitent aucunement à substituer des instruments peu taxés à d'autres qui le sont davantage, la TTF doit cibler un très large éventail d'actifs pour minimiser les risques qu'elle ne soit contournée et couvrir efficacement le marché visé.

Quel taux de taxation appliquerait-on?

Selon Campbell et Froot (1994), une structure optimale de prélèvement de la TTF devrait obéir à deux principes :

- 1) les transactions dont les profils de rendement sont similaires devraient être imposées au même taux;
- 2) les transactions nécessitant des ressources similaires devraient être imposées au même taux.

Le premier principe limite les possibilités de substitution entre différents actifs produisant des rendements comparables, puisque, ainsi que l'expliquent Campbell et Froot, les gains provenant de produits dérivés peuvent être reproduits par l'actif sous-jacent, et inversement. Lorsqu'une TTF est imposée, cependant, certains profils de rendement seront atteints à moindre coût à l'aide de produits dérivés, alors que d'autres le seront au moyen de l'actif sous-jacent. En conséquence, ce principe est difficilement applicable.

Le second principe veut que les opérations assorties de coûts de transaction similaires soient assujetties au même taux d'imposition. Par exemple, si l'achat d'un produit dérivé représente une manière moins coûteuse d'obtenir une exposition à un actif sous-jacent donné, alors les opérations sur dérivés devraient être taxées à un taux inférieur à celui des transactions plus

onéreuses menées sur le marché au comptant. Ce traitement fiscal différent aurait toutefois pour effet de creuser l'écart entre les coûts de transaction sur les deux marchés concernés. En outre, il faudrait, idéalement, tenir compte des frais indirects dus à des externalités négatives touchant le marché financier (comme une volatilité excessive, des primes de risque plus élevées ou encore des investissements malavisés dans des activités spéculatives). À la lumière des problèmes que cela poserait, force est d'admettre que ce principe serait lui aussi difficile à mettre en œuvre.

À quel moment du processus de négociation et à quel endroit la taxe serait-elle prélevée?

À cette question pratique, Kenen (1996) répond que la taxe doit s'appliquer au moment et à l'endroit mêmes où les deux parties concluent la transaction. Ou bien elle pourrait être prélevée au lieu du règlement, où sont regroupées les transactions. Spratt (2006) et Schmidt (2008) sont d'avis que cette dernière solution contribuerait à atténuer les risques d'évasion fiscale étant donné que toutes les opérations sont consignées électroniquement. Mais cette façon de procéder pourrait également inciter les banques et les opérateurs à mettre sur pied d'autres mécanismes de règlement moins centralisés pour ne pas soumettre leurs opérations aux systèmes touchés, ce qui engendrerait d'autres problèmes et risques.

La TTF ciblerait-elle le lieu de la transaction ou celui où l'entreprise est établie?

La question de la territorialité comporte aussi des défis. La TTF pourrait être en vigueur à l'endroit où la transaction est conclue — ce qui signifie qu'il appartiendrait aux États de percevoir la taxe auprès de tous les opérateurs effectuant des échanges sur leur territoire — ou encore au lieu où est établie l'entreprise — de sorte que chaque institution financière devrait payer la TTF sur le produit de l'ensemble de ses opérations dans le monde aux autorités du pays où se trouve son siège social.

Les deux options présentent des défauts. Si la TTF est prélevée au lieu où la transaction est conclue, cela favorisera la création d'abris fiscaux et le déplacement de l'activité vers ces abris, faisant du coup chuter les recettes que les États comptaient tirer de cette taxe. Si la TTF est perçue au lieu où se trouve le siège social de l'opérateur, les institutions établies dans un pays imposant une TTF seront désavantagées par rapport aux autres et pourraient envisager de s'installer ailleurs, là où elles ne seraient pas assujetties à une telle taxe. De plus, elles auraient le fardeau de réunir les données sur les opérations conclues à tous leurs points de négociation.

Un soin attentif doit être accordé à la formulation des directives relatives à la territorialité, car des lacunes dans les définitions peuvent ouvrir la voie à l'évasion fiscale. La coordination entre pays s'impose également afin d'éviter aussi bien cette dernière que la double imposition.

La TTF serait-elle mondiale?

Une TTF applicable de par le monde à toutes les catégories d'actifs atténuerait les risques de migration et de substitution. Mais comme un certain nombre de pays lui sont opposés, une telle éventualité est improbable. Une coopération à l'échelle internationale contribuerait à limiter la formation, dans certains pays, de marchés parallèles permettant aux opérateurs d'échapper à la TTF. Elle sera toutefois difficile à atteindre, car, grâce aux

percées technologiques des dernières années, de nombreux pays sont maintenant en mesure, en théorie du moins, d'abriter de grandes places financières.

Même si une TTF était imposée mondialement, certaines transactions en seraient vraisemblablement exemptées. Ce serait sans doute le cas, par exemple, des opérations sur les marchés primaires, afin d'éviter que la TTF ne se répercute sur le financement des sociétés dans l'économie réelle. Il est également possible qu'un plafond, calculé en fonction soit du volume soit de la taille des échanges, vienne limiter le montant maximal exigible des investisseurs.

Conclusion

Le présent article passe en revue les principaux arguments avancés concernant les coûts et les avantages d'une taxe sur les transactions financières et examine certains des défis importants posés par sa mise en œuvre dans la pratique. Le pouvoir que ses défenseurs lui attribuent d'atténuer la spéculation ou la volatilité est loin d'être démontré. En fait, plusieurs études concluent qu'au contraire, une TTF accentue la volatilité et les écarts entre les cours acheteur et vendeur et qu'elle réduit le volume des échanges. De plus, les problèmes pesant sur la conception de la TTF et sur son efficacité pourraient restreindre les revenus escomptés. Pour toutes ces raisons, les pays qui envisagent d'imposer une TTF devraient prendre conscience des conséquences négatives dont celle-ci peut s'accompagner et des difficultés que soulève sa mise en œuvre.

Ouvrages et articles cités

Amihud, Y., et H. Mendelson (1986). « Liquidity and Stock Returns », *Financial Analysts Journal*, vol. 42, n° 3, p. 43-48.

——— (1992). « Transaction Taxes and Stock Values », *Modernizing U.S. Securities Regulation: Economic and Legal Perspectives*, sous la direction de K. Lehn et R. W. Kamphuis, New York, Irwin Professional Publishing, p. 477-500.

——— (2003). *Effects of a New York State Stock Transaction Tax*, Université de New York. Ébauche.

Baltagi, B. H., D. Li et Q. Li (2006). « Transaction Tax and Stock Market Behavior: Evidence from an Emerging Market », *Empirical Economics*, vol. 31, n° 2, p. 393-408.

Bloomfield, R., M. O'Hara et G. Saar (2009). « How Noise Trading Affects Markets: An Experimental Analysis », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, p. 2275-2302.

Campbell, J. Y., et K. A. Froot (1994). « International Experiences with Securities Transaction Taxes », *The Internationalization of Equity Markets*, sous la direction de J. A. Frankel, Chicago, University of Chicago Press, p. 277-308.

- Grundfest, J. A., et J. B. Shoven (1991). « Adverse Implications of a Securities Transactions Excise Tax », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 6, n° 4, p. 409-442.
- Hu, S. (1998). « The Effects of the Stock Transaction Tax on the Stock Market—Experiences from Asian Markets », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 6, n°s 3-4, p. 347-364.
- Jones, C. M., et P. J. Seguin (1997). « Transaction Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation », *The American Economic Review*, vol. 87, n° 4, p. 728-737.
- Kenen, P. B. (1996). « The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions », *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, sous la direction de M. Ul-Haq, I. Kaul et I. Grunberg, New York, Oxford University Press, p. 109-128.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, Harcourt, Brace and Company. Pour une traduction française, voir *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Éditions Payot, 1998.
- Liu, S., et Z. Zhu (2009). « Transaction Costs and Price Volatility: New Evidence from the Tokyo Stock Exchange », *Journal of Financial Services Research*, vol. 36, n° 1, p. 65-83.
- Matheson, T. (2011). *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, document de travail n° WP/11/54, Fonds monétaire international.
- Phylaktis, K., et A. Aristidou (2007). « Security Transaction Taxes and Financial Volatility: Athens Stock Exchange », *Applied Financial Economics*, vol. 17, n° 18, p. 1455-1467.
- Pomeranets, A., et D. G. Weaver (2011). *Security Transaction Taxes and Market Quality*, document de travail n° 2011-26, Banque du Canada.
- Roll, R. (1989). « Price Volatility, International Market Links, and Their Implications for Regulatory Policies », *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, n°s 2-3, p. 211-246.
- Sahu, D. (2008). *Does Securities Transaction Tax Distort Market Microstructure? Evidence from Indian Stock Market*. Internet : <http://ssrn.com/abstract=1088348>.
- Saporta, V., et K. Kan (1997). *The Effects of Stamp Duty on the Level and Volatility of U.K. Equity Prices*, document de travail n° 71, Banque d'Angleterre.
- Schmidt, R. (2008). *The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates*, Tokyo, United Nations University Press.
- Schwert, G. W., et P. J. Seguin (1993). « Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions », *Financial Analysts Journal*, vol. 49, n° 5, p. 27-35.

- Spratt, S. (2006). *A Sterling Solution: Implementing a Stamp Duty on Sterling to Finance International Development*, Londres, Stamp Out Poverty.
- Stiglitz, J. E. (1989). « Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading », *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, n^{os} 2-3, p. 101-115.
- Summers, L. H., et V. P. Summers (1989). « When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax », *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, n^{os} 2-3, p. 261-286.
- Tobin, J. (1978). « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, vol. 4, n^{os} 3-4, p. 153-159.
- Umlauf, S. R. (1993). « Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n^o 2, p. 227-240.