

TAXER LES ACTIVITÉS FINANCIÈRES : UN DÉBAT QUI REBONDIT

Taxer les activités financières. Cette proposition, si elle séduit une partie de l'opinion depuis longtemps, 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 oeuvre. Le serait-elle, ils craignaient qu'en augmentant les coûts de transaction, cette taxe ne réduise la liquidité et n'accroisse la volatilité des marchés. La crise de 2007-2010 a résolument changé la donne. Les obstacles restent certes importants et les projets controversés, mais le débat est désormais clairement engagé.

Dans cette Lettre nous examinons le bien-fondé d'une taxe sur les activités financières. Il ne s'agit ni de punir les banquiers, ni les marchés, ni même véritablement de réduire la volatilité du prix des actifs. Pour cela mieux vaut utiliser l'instrument réglementaire. L'objectif premier de la taxe doit être de lever des fonds. Pour certains, le produit de la taxe devrait servir à financer des activités jugées « socialement utiles ». Mais il est peu probable que cette solution soit retenue. Les taxes existantes sont pour la plupart destinées à nourrir des fonds de réserve dans lesquels puiser en cas de nouvelles crises, tandis que les projets les plus ambitieux prévoient d'alimenter le budget des Etats.

1

■ Un changement de paradigme

L'idée de taxer les activités financières – en particulier, les transactions sur le marché de change et les marchés boursiers – remonte à John Maynard Keynes en 1936¹, mais elle est surtout aujourd'hui associée à James Tobin² qui, en 1972, suggère de placer « quelques grains de sable dans les rouages de la finance mondiale ». Populaire dans l'opinion, surtout en France, cette proposition est longtemps restée l'apanage des mouvements altermondialistes comme Attac. Chez les économistes, cette idée ne suscitait guère d'intérêt, encore moins d'enthousiasme³.

La théorie financière standard repose sur une modélisation des marchés dans laquelle les agents sont supposés parfaitement rationnels et les marchés financiers efficients ; la spéculation y est stabilisante et les prix reflètent la valeur fondamentale des

actifs. Ni bulle, ni krach en perspective donc. Dans ce cadre, une taxe aurait pour seuls effets d'augmenter les coûts de transaction, de distordre les prix et de réduire la liquidité, ce qui amplifierait la volatilité. Ce raisonnement n'est en fait que partiellement vérifié par les études empiriques : le lien entre la hausse des coûts de transaction et la volatilité apparaît tantôt positif, tantôt nul⁴. Quoiqu'il en soit, jusqu'à ce que la crise n'éclate, tout était fait pour favoriser la liquidité ce qui, pensait-on, améliorait l'efficacité des marchés et les rendait les plus stables. Aujourd'hui, les approches sont plus nuancées. L'augmentation de la liquidité est certes une bonne chose, mais jusqu'à un certain point seulement ; on peut même se demander si les marchés ne sont pas trop liquides. Il est ainsi établi que les investisseurs ont tendance à réaliser trop de transactions. Qui plus est, une part

1. J.M. Keynes (1936), « General Theory of Employment, Interest Rates and Money », NY: Harcourt Brace & World.

2. James Tobin est connu du grand public pour son projet de taxe des transactions de change, mais c'est surtout un macro-économiste de premier plan. Il recevra en 1981 le Prix de la fondation Nobel en sciences économiques pour ses travaux sur la théorie du choix de portefeuille et sur le lien entre la sphère réelle et financière. J. Tobin (1978), « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, 4(3-4), 153-159.

3. Citons tout de même deux illustres contre-exemples : Joseph Stiglitz (Nobel d'économie en 2001 pour ses travaux sur les asymétries d'information) et Lawrence Summers (secrétaire au Trésor sous l'administration Clinton, directeur du Conseil économique de la nation sous l'administration Obama) qui se sont exprimés en faveur d'une taxe dans un numéro du *Journal of Financial Services Research* publié en 1989.

4. Voir par exemple R. Roll (1989), « Price Volatility, International Market Links, and Their Implications for Regulatory Policies », *Journal of Financial Services Research*, 3, 211-46; H. Hau (2006), « The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse », *Journal of the European Economic Association*, 4(4), 862-890. Pour une synthèse des travaux empiriques, voir Th. Matheson (2010), « Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence », IMF Working Paper.

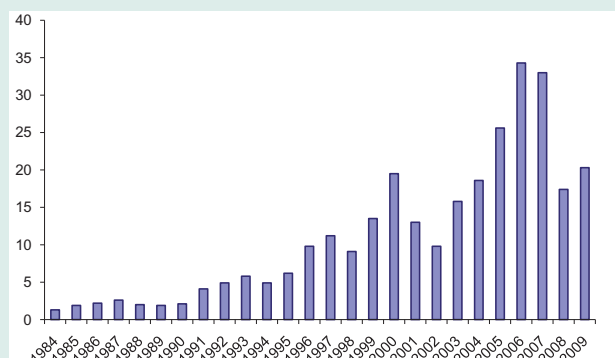
Encadré 1 : Faut-il taxer les bonus ?

Parmi les débats les plus houleux qui ont suivi la crise financière figure en bonne place celui sur les bonus. Il y a en effet de quoi être choqué, tant par les montants en jeu (plusieurs dizaines de millions de dollars par an pour les traders les plus performants – ou les plus chanceux) que par les circonstances : les mêmes banques qui ont fait appel aux Etats n'ont pas renoncé à distribuer des bonus spectaculaires à leurs employés (cf. Graphique 1).

Fondamentalement, le problème est que les bonus encouragent les prises de risques excessives⁵. Faut-il dès lors les taxer ? La France et le Royaume-Uni ont annoncé conjointement, fin 2009, des projets visant à instaurer une taxe exceptionnelle sur les bonus des financiers. L'objectif était de contraindre les banques à une certaine modération dans leur attribution. Les banques ont en fait préféré payer la taxe plutôt que renoncer à verser les bonus. Au demeurant, l'objectif n'était pas très clair. Cette taxe ne règle en rien le problème de l'asymétrie des bonus (le fait que les traders soient intéressés aux gains, mais pas aux pertes : « face le trader gagne, pile la banque – ou le contribuable – perd »). Et si l'objectif est de réduire les inégalités de revenus, alors il ne faut pas se limiter aux banquiers mais envisager, par exemple, une tranche marginale d'imposition sur le revenu supplémentaire qui toucherait tous les hauts revenus.

a) I.-H. Cheng, H. Hong et J.A. Scheinkman (2010), « Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk-Taking », NBER Working Paper No. 16176

Graphique 1. Les bonus à Wall Street depuis 1984
(en milliards de dollars US)



Source : OSC. Calcul : Auteurs.

importante de l'instabilité à court terme semble engendrée par les transactions elles-mêmes⁵.

Les appels à un renouvellement du paradigme se sont donc multipliés depuis la crise. Des projets de taxe sont de nouveau à l'ordre du jour, avec à l'appui de nouveaux arguments accueillis avec davantage d'attention. L'idée n'est plus d'utiliser la taxe à des fins réglementaires, pour limiter la spéculation ou la volatilité des marchés. Il existe d'autres instruments plus efficaces pour cela (renforcer les normes prudentielles, limiter l'accès à certains marchés et/ou à certaines intervenants, scinder les activités, etc.). L'objectif de la taxe est aujourd'hui ramené à sa plus simple expression : collecter des fonds. Les débats ne tournent plus désormais autour de la question de l'incidence éventuelle d'une taxe sur la volatilité. Ils portent sur :

- l'assiette – faut-il taxer les bonus (cf. encadré n°1), les profits, le bilan, le hors-bilan, uniquement les engagements risqués, les transactions de change, toutes les transactions financières ?
- le taux – au-delà de quel taux peut-elle avoir des effets indésirables ?
- le périmètre – le projet requiert-il une coopération internationale ou peut-il être mis en place sur une base nationale ou régionale ? doit-on taxer les banques ou tous les intermédiaires financiers ?
- l'affectation du produit de la taxe – les revenus doivent-ils être affectés à un fonds d'assurance, être traités comme n'importe quelle recette fiscale, ou servir à financer des projets de développement ?

■ Une taxe pour prévenir les crises

Pour éviter que les contribuables soient le recours ultime mais indispensable en cas de faillite bancaire, on peut envisager la création d'un fonds de résolution des crises dans lequel puiser en cas de défaut de l'un des contributeurs. C'est l'idée du FMI lorsqu'il plaide en faveur d'une « Contribution à la stabilité financière »⁶. Un tel fonds serait alimenté par une taxe payée par les intermédiaires financiers. Il s'agirait donc d'une taxe payée par le secteur financier pour le secteur financier. Le fonds de résolution compléterait l'assurance dont bénéficient déjà les déposants dans la plupart des pays.

Pour ce qui est du périmètre de la taxe, la finance étant mondialisée, le mieux serait d'avoir un système international. Dans l'idéal, l'assiette de cette taxe devrait varier en fonction des risques que les établissements font encourir au système financier, à la fois pour des raisons d'équité et d'incitations.

Pour le moment cette proposition n'a pas connu beaucoup d'échos. Les européens y sont plutôt favorables (la Suède et l'Allemagne ont déjà mis en place un fonds similaire au niveau national), mais ils rencontrent au sein du G20 l'opposition du Canada par exemple, qui estime qu'une bonne régulation suffit, et de plusieurs grands pays émergents dont le secteur bancaire a été relativement épargné par la dernière crise.

5. En particulier, le trading algorithmique à très haute fréquence (avec des ordres passés à la milliseconde), qui représente jusqu'à 70% des transactions sur actions, est susceptible de provoquer de brusques variations de prix comme en témoigne le « krach éclair » de mai 2010, où l'indice Dow Jones (l'indice phare de la bourse américaine) a plongé de 1 000 points en à peine quelques minutes, avant de rebondir tout aussi rapidement. Contrairement aux premières rumeurs, il ne s'agit pas d'un bug informatique et, à vrai dire, on ignore encore quelles ont été les raisons de ces brusques changements de prix.

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

■ Une taxe sur la valeur ajoutée pour contenir le secteur financier

Une option, défendue entre autres par la France, le Royaume-Uni et les Etats-Unis, pourrait être de taxer les activités financières en vue, non pas d'alimenter un fonds dédié, mais pour alimenter les caisses de l'Etat mises à mal par la crise. Cette taxe, baptisée *Financial Activities Tax*, serait complémentaire à la précédente. Le FMI, toujours dans son rapport de 2010, est favorable à ce double système.

Le FMI prévoit que l'assiette de cette taxe pourrait être constituée des profits ou des rémunérations des banques. L'idée serait alors d'imposer la valeur ajoutée, sachant que les services financiers échappent pour l'essentiel à la TVA. En fait, cette idée ne date pas d'hier⁷. D'ailleurs dans plusieurs pays, il existe déjà des taxes compensatoires, comme la taxe sur les salaires en France appliquée aux banques (et de manière générale aux entreprises qui paient peu de TVA). Au fond, il s'agirait donc de généraliser ce système.

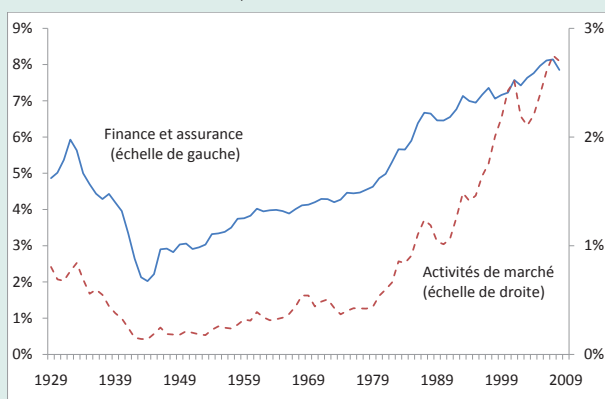
Encadré 2 : Une sphère financière démesurée ?

En août 2009, Lord Adair Turner, le président de la Financial Services Agency (FSA), l'autorité britannique de supervision des services financiers, a été l'un des premiers à dénoncer le poids excessif du secteur de la finance. Dans le même temps, il a vigoureusement relancé le débat sur la taxation des activités financières.

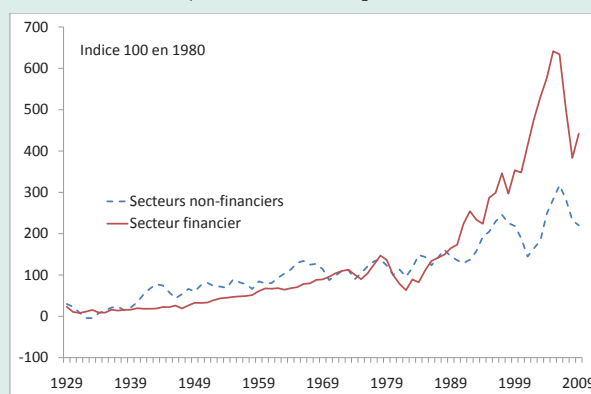
Aux États-Unis, pays pour lequel nous disposons de données fiables sur une longue période (cf. Graphique 2), le secteur financier s'est très fortement contracté après la crise de 1929. Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, sa part dans le total des rémunérations, tous secteurs confondus, dépassait tout juste 2%. Depuis, la taille du secteur financier n'a cessé de progresser, avec une accélération depuis les années 1980, pour représenter jusqu'à 8% du total des rémunérations avant la crise. L'évolution est encore plus contrastée pour les profits. Depuis la fin des années 1980, les bénéfices ont augmenté deux fois plus vite dans le secteur financier que dans les autres secteurs.

Graphique 2. Le poids du secteur de la finance aux Etats-Unis depuis 1929

a) Rémunérations



b) Profits des entreprises



Note : a) Rémunérations dans le secteur « Finance et assurance » et le sous-secteur « Transactions sur valeurs mobilières et matières premières, Investissements » en pourcentage des rémunérations dans tous les secteurs. b) Profits réels des entreprises. Source : Bureau of Economic Analysis (NIPA, Sections 1 & 6). Calcul : Auteurs.

Cette croissance interpelle. Pour Philippon (2009), elle est due aux besoins de financement eux-mêmes croissants des entreprises jusqu'à la fin des années 1990 ; au-delà, rien ne semble la justifier. Par ailleurs, il semble que cette croissance ait été alimentée par la déréglementation du système financier. Comme le souligne Johnson et Kwak (2010), l'accroissement des profits s'est accompagné d'une influence intellectuelle et politique croissante de la finance qui a justement permis la déréglementation. Au demeurant, les Etats voyaient dans les activités financières une spécialisation de premier choix dans la division internationale du travail. Face aux délocalisations des industries manufacturières, la finance offrait une activité à forte valeur ajoutée, synonyme d'emplois très bien rémunérés, de recettes fiscales élevées et, qui plus est, non polluante ! La crise a clairement montré que la croissance du secteur financier n'était pas sans problème. La taille excessive est d'abord associée à davantage de risques. Un pays avec une extrême spécialisation est dangereusement exposé aux chocs : cet argument est valable pour tous les secteurs d'activité, mais il prend une résonance encore plus grande pour les activités financières en raison du risque systémique. La croissance du secteur financier a en outre des effets pervers. Les rémunérations y sont tellement élevées qu'elles attirent certains des esprits les plus brillants, au détriment des autres secteurs. Le secteur financier a aussi contribué à l'accroissement des inégalités de revenus.

7. H. Huizenga, 2002, A European VAT on financial services?, *Economic Policy*, 17(35), 497-534.

8. D'où peut être l'acronyme FAT qui signifie gros ou gras en anglais.

Une telle taxe se justifie aussi par la volonté de récupérer une partie de la rente dont bénéficie le secteur de la finance⁹. Ces dernières décennies ce secteur a connu une très forte croissance (cf. encadré n°2) que l'on pourrait espérer contenir en taxant les rémunérations au-delà d'un certain seuil.

Enfin, une alternative serait de taxer les banques au-delà d'un certain niveau de rentabilité, pour en plus décourager les comportements les plus risqués. Cette dernière option s'accorde pleinement avec l'idée selon laquelle la contribution des banques n'est que la juste contrepartie des « externalités » négatives liées au risque systémique. Cela revient en fait à appliquer aux activités financières le principe « pollueur-payeur ».

D'après le FMI, la base fiscale de la FAT serait en France de 3,3% du PIB si l'on décide de taxer l'ensemble des profits et les rémunérations, de 0,9% si l'on retient les profits et un huitième des rémunérations (ce qui correspond environ au différentiel de rémunération entre le secteur de la finance et les autres secteurs), et de 0,8% si l'on retient la rentabilité excédentaire du secteur (par rapport à une rentabilité financière de 15%). Pour le Royaume Uni, la base serait évidemment plus large (6,1% , 2,7% et 1,1% respectivement) compte tenu de l'importance de la City pour l'économie britannique.

■ Une taxe sur les transactions financières pour financer l'aide au développement

Le FMI, pourtant favorable à une taxe sur les activités financières, rejette l'idée d'une taxe sur les transactions, aux motifs qu'elle ne permet pas de cibler les activités les plus dangereuses pour la stabilité financière et qu'elle serait davantage distorsive. Toutefois, une telle taxe a aussi un mérite : l'assiette étant très large, la manne serait très importante. Une taxe sur les transactions financières de l'ordre de 0,05% (en supposant une baisse de 65% des volumes de transaction) permettrait par exemple à l'Europe de dégager des recettes fiscales à hauteur de 1,6% de PIB.

Ainsi, l'idée continue-t-elle à faire son chemin. La France, par exemple, promeut l'idée de mettre en place une taxe internationale sur les transactions de change dont le taux serait très faible et le produit serait affecté à l'aide au développement. Inspirée par la solution défendue par Attac, cette idée a été reprise en septembre 2010 par Nicolas Sarkozy à la tribune des Nations unies. La logique est voisine de celle de la taxe sur les billets d'avion qui sert à financer la lutte contre le sida. De tous les projets, c'est celui qui a le moins de chance d'aboutir du fait de l'opposition des Américains, hostiles à toute nouvelle bureaucratie internationale.

■ Taxer les activités financières : un double dividende ?

Finalement, le débat sur la taxation des activités financières gagne à s'inscrire dans celui plus large sur la réforme de la fiscalité. Les banques ne manquent jamais l'occasion de rappeler qu'une nouvelle taxe sur leurs activités conduirait inéluctablement à un renchérissement des coûts de financement et serait par conséquent susceptible de nuire à la croissance. En pratique toutefois, l'effet n'est pas certain. Il y a un large consensus parmi les économistes pour affirmer que les taxes sur la valeur ajoutée – à l'image donc de la FAT – sont à la fois efficaces et neutres économiquement, ce qui est loin d'être le cas de nombreuses taxes existantes. Aussi-pourrait-on imaginer un basculement de la structure des prélèvements obligatoires pour alléger les impôts les plus distorsifs.

Taxer les transactions financières n'est sans doute pas la panacée. Mais, c'est plus qu'un pétard mouillé⁹. L'idée d'un système composé de plusieurs taxes aux objectifs différents fait parfaitement sens.

*Gunther Capelle-Blancard & Christophe Destais**
gunther.capelle-blancard@cepii.fr

9. Le qualificatif est de P. Honohan et S. Yoder, 2009, « Financial Transactions Tax: Panacea, Threat, or Damp Squib? » Document de travail, Trinity College Dublin.

* Gunther Capelle-Blancard est directeur adjoint au CEPII et professeur à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne. Christophe Destais est directeur adjoint au CEPII.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2010
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :
Gunther Capelle-Blancard

GRAPHIQUES :
Didier Boivin

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 49,50 € TTC
Europe 51,30 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
50,20 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
51,20 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

23 décembre 2010
Imp. La Documentation Française
Imprimé en France
par les Journaux officiels

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction
du CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.