

Taxer les transactions financières

Pierre-Alain Muet



Taxer les transactions financières

Pierre-Alain Muet

AVERTISSEMENT

La mission de la Fondation Jean-Jaurès est de faire vivre le débat public et de concourir ainsi à la rénovation de la pensée socialiste. Elle publie donc les analyses et les propositions dont l'intérêt du thème, l'originalité de la problématique ou la qualité de l'argumentation contribuent à atteindre cet objectif, sans pour autant nécessairement reprendre à son compte chacune d'entre elles.

SOMMAIRE

Pierre-Alain Muet, député de Lyon, secrétaire national du Parti socialiste et vice-président du groupe socialiste à l'Assemblée nationale en charge des finances et du budget, a été rapporteur de la résolution conjointe du Parti socialiste et du SPD sur la taxation des transactions financières. Après avoir été professeur d'économie à l'Institut d'études politiques de Paris et à l'Ecole polytechnique et directeur à l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), il a été président délégué et fondateur du Conseil d'analyse économique, puis adjoint au maire de Lyon.

Introduction	5
La taxation des transactions financières : des origines à la proposition du Parti socialiste européen	10
L'explosion des transactions financières	15
Les dérives de la finance	18
Le premier dividende : réduire la spéculation	25
Le second dividende : contribuer à la régulation financière	29
Le troisième dividende : quels taux pour quels rendements ?	33
Quel champ géographique ?	38
Un rendez-vous historique à ne pas manquer	42
Le coût de la crise	42
Une place logique dans l'agenda politique mondial	43
La proposition PS-SPD de juin 2011	48

INTRODUCTION

Avec les ravages de la crise financière, une idée que beaucoup considéraient une dizaine d'années auparavant comme une utopie – la taxation des transactions financières internationales – est heureusement revenue dans le débat politique mondial.

Le monde des capitaux libres et non régulés devait engendrer une prospérité continue, nous disaient les thuriféraires de la finance moderne et du libéralisme économique. Comme en 1929, il a pourtant conduit, 80 ans plus tard, l'économie mondiale au bord de la ruine. A peine remis de la catastrophe grâce à l'intervention publique, le secteur financier a recommencé à distribuer bonus et stock-options, alors même que le bilan de la crise financière

reste, lui, catastrophique : 51 millions chômeurs de plus selon le Bureau international du travail (BIT) et une explosion des dettes et des déficits publics qui pèsera longtemps sur la croissance.

Si les gouvernements donnèrent l'impression, l'espace d'un instant, de redécouvrir les principes keynésiens, presque rien n'a été fait pour réformer profondément le fonctionnement des marchés financiers, dont Keynes décrivait déjà de façon magistrale – dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* – la dimension perverse¹. Nécessaires pour assurer la liquidité de l'économie, les marchés financiers non régulés peuvent conduire à des catastrophes, la spéculation n'ayant pas les propriétés stabilisatrices que lui prêtent les tenants du libéralisme.

Or, toute l'évolution de la finance « moderne » a consisté à multiplier les produits spéculatifs éparpillant les risques dans la plus totale opacité. Si ces produits répondaient

1. John Maynard Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, 1942 [Cambridge University Press, 1935], chapitre 12.

souvent à la demande de couverture des risques individuels, ils ont aussi été conçus pour échapper aux normes comptables et aux impôts. S'y est ajouté le changement profond qui a vu disparaître le métier traditionnel du banquier, consistant à évaluer les risques des crédits et à les porter jusqu'à l'échéance. Titrisation et dérivés de crédits ont conduit à la multiplication de montages financiers opaques, que personne ne contrôlait plus et qui se sont écroulés avec le retournement des marchés. Avec les CDS (*credit default swaps*)² on peut vendre sans les posséder des contrats assurant des risques qui n'existent pas !

Le secteur financier a abondamment profité de ces dérives, exerçant un rôle prédateur sur l'économie réelle avec des taux de rentabilité sur fonds propres sans rapport avec la rentabilité de l'économie réelle, une explosion des hautes rémunérations et un contournement systématique de la fiscalité.

2. Contrats de protection financière entre acheteurs et vendeurs par lesquels un établissement financier se protège du risque de défaut de paiement d'un crédit en payant une prime.

Ce n'est qu'après la Seconde Guerre mondiale qu'ont été vraiment tirées les leçons de la Grande Dépression, prolongeant les réformes lancées par Roosevelt en 1933. Développement de l'intervention publique, réduction des inégalités par l'établissement d'une fiscalité sur les hautes rémunérations et contrôle étroit des transactions financières ont contribué à la longue période de prospérité du système de Bretton Woods.

L'histoire montre qu'une économie saine suppose un secteur financier étroitement régulé, où les banques font leur métier : gérer des dépôts et prêter aux entreprises et aux ménages en conservant l'essentiel des risques dans leurs comptes, et non spéculer sur les marchés et se défaire des risques. Comment ne pas s'interroger, en outre, alors que l'empilement et la multiplication des produits financiers ont mis l'économie mondiale en péril, sur cette aberration qui veut que les produits financiers soient presque partout exonérés de toute taxe alors que tous les autres produits y sont soumis ?

Comment ne pas s'étonner que, dans la plupart des pays développés, un particulier qui vend sa maison doive acquitter sur cette transaction des droits bien supérieurs à ceux qu'il devrait verser s'il réalisait une opération d'un même montant sur des actions, des obligations ou des instruments dérivés ? La crise a révélé le formidable déficit de régulation et de taxation de la finance par rapport aux autres secteurs productifs, sur lesquels est aujourd'hui presque exclusivement assis le financement de nos biens publics et de nos systèmes de protection sociale. Contrairement en effet à toute autre industrie fournissant des biens et des services aux consommateurs finaux, le secteur financier, qui bénéficie de l'exemption de TVA demeure pour l'essentiel très peu taxé.

LA TAXATION DES TRANSACTIONS FINANCIÈRES : DES ORIGINES À LA PROPOSITION DU PARTI SOCIALISTE EUROPÉEN

La taxe sur les transactions financières, que la crise de 2008 a replacée dans le débat politique mondial, est l'héritière du prélèvement proposé en 1972 par l'économiste et prix Nobel James Tobin. Avant lui, Keynes, dans la *Théorie générale*³, avait déjà suggéré l'idée d'une taxe pour réduire la spéculation. Il existe cependant depuis longtemps dans de nombreux pays des taxes spécifiques sur certaines opérations financières. L'un des plus vieux impôts du monde, le droit de timbre britannique (*stamp duty*) qui prélève 0,5 % du montant des transactions sur les actions et obligations échangées à la bourse de Londres, a été créé en même temps que la Banque d'Angleterre, en 1694 !

La taxe Tobin prenait la forme d'un prélèvement à taux très faible sur les transactions de change. Il s'agissait, en

3. John Maynard Keynes, *op. cit.*

introduisant « un grain de sable dans la mécanique bien huilée des marchés », de limiter la spéculation à court terme engendrée par l'apparition des changes flexibles au lendemain de l'abandon du système de Bretton Woods. Contrairement aux prévisions optimistes de certains économistes de l'époque évoquant le caractère stabilisateur de la spéculation, la brutale accélération des flux internationaux de capitaux avait fortement déstabilisé les cours des devises en les éloignant de leurs fondamentaux économiques. Tobin proposait d'affecter cette taxe au Fonds monétaire international ou à la Banque mondiale, mais la recette n'était pas son principal objectif. Comme pour la taxation écologique, « plus elle remplirait les objectifs économiques qui sont sa motivation première, moins elle produirait de recettes ». Par la suite, ce furent essentiellement des économistes qui en reprirent l'idée pour lutter contre la spéculation, et notamment Joseph Stiglitz en 1989.

En 1995, au sommet de Copenhague, François Mitterrand relance l'idée d'une taxe Tobin à des fins humanitaires et Lionel Jospin l'intègre à son programme de campagne

présidentielle. En 1998, *Le Monde diplomatique*, *Politis*, *Charlie Hebdo* et *Témoignage chrétien* créent l'Association pour la taxation des transactions et l'action citoyenne (Attac). En 2000, les députés socialistes au Parlement européen déposent une résolution demandant à la Commission européenne de travailler à un rapport sur la faisabilité d'une taxe Tobin. Le texte est repoussé par une très faible majorité (229 voix contre 223). En France, le 28 août 2001, au cours d'un entretien télévisé, le Premier ministre Lionel Jospin déclare : « Je suis favorable à ce que la France propose que l'Union européenne prenne une initiative pour mettre en œuvre la taxe Tobin ». Devant l'immobilisme de l'Union européenne, une taxe Tobin sur toutes les transactions de change est votée à l'Assemblée nationale en décembre 2001 sous le gouvernement de Lionel Jospin, dans le Projet de loi de finances pour 2002. En attendant un accord international pour la mettre en œuvre, son taux était fixé à zéro.

Portée par Attac, la revendication d'une taxe Tobin restera, jusqu'à la crise financière qui la voit revenir dans le débat politique international, essentiellement liée à l'action

des mouvements altermondialistes. En août 2009, Lord Turner, le haut responsable en charge de la réglementation financière au Royaume-Uni, relance l'idée d'une taxe sur toutes les transactions financières pour réduire la taille des marchés financiers, diminuer les risques et dissuader des transactions socialement inutiles. Reprise par le Premier ministre britannique, Gordon Brown, lors du sommet du G20 en septembre 2009, elle fera l'objet de nombreuses études et discussions dans les instances internationales.

Le Parti socialiste européen (PSE), qui n'en avait jamais abandonné l'idée, fait de l'adoption d'une taxe sur toutes les transactions financières l'élément central de sa campagne pour une régulation des marchés financiers lors de son congrès de Prague en décembre 2009. En avril 2010, dans le cadre de la journée d'action du PSE pour la taxation des transactions financières, son président Poul Nyrup Rasmussen appelle tous les partis socialistes et sociaux-démocrates européens à agir pour mettre en œuvre cette taxe⁴. Dans *Le Monde* du 14 juillet 2010, Martine Aubry et

4. www.27roses.eu/le-pse-propose-une-taxation-transaction-financiere

Sigmar Gabriel, président du Parti social-démocrate allemand (SPD) signent une tribune dans laquelle la taxation des transactions financières est mise en avant comme l'un des quatre axes principaux de la relance progressiste du projet européen⁵. Le travail entre le Parti socialiste et le SPD se poursuit et, lors d'une rencontre à Berlin en février 2011 entre les délégations des deux groupes parlementaires, est décidé le dépôt simultané dans les deux parlements d'une proposition de résolution commune sur cette taxation. Le débat se tient le même jour – le 9 juin 2011 – à l'Assemblée nationale et au Bundestag⁶.

5. www.27roses.eu/spd-ps-pour-relance-progressiste-du-projet

6. C'est en partie de ce travail commun qu'est issu cet ouvrage. Voir le dossier législatif sur la résolution PS-SPD à l'Assemblée nationale : www.assemblee-nationale.fr/13/dossiers/taxe_transactions_financieres_Europe.asp

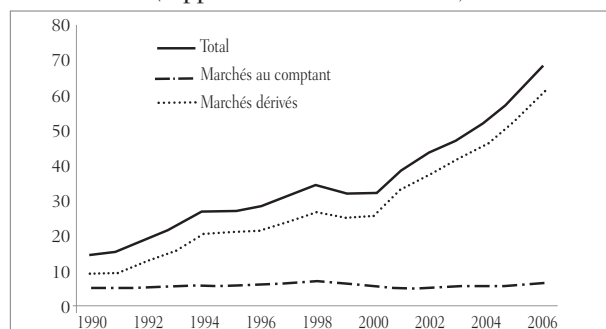
L'EXPLOSION DES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

Depuis le milieu des années 1980 et la déréglementation des activités financières, les volumes d'échange sur les marchés mondiaux ont crû dans des proportions sans commune mesure avec l'expansion réelle des économies. Cette explosion des transactions financières internationales dépasse très largement le simple jeu de couverture assurantielle nécessaire à la fluidité et au financement des échanges de biens et de services.

Les chiffres sont en effet vertigineux. 4 000 milliards de dollars s'échangent chaque jour sur le marché des changes et les transactions financières journalières représentent plus de 8 000 milliards de dollars. Le volume des transactions financières a augmenté cinq fois plus vite que le PIB depuis 1950, creusant un fossé entre le monde de la finance et les besoins réels de l'économie. En 1990, le montant des transactions financières représentait déjà 15 fois la valeur du PIB mondial. A la veille de la crise, en 2007, ce montant atteignait 70 fois le PIB mondial. En

d'autres termes, les échanges de l'économie réelle représentent aujourd'hui une part dérisoire des transactions financières mondiales. Les échanges au comptant de produits financiers ont évolué comme le PIB (environ cinq fois le montant du PIB) et ne représentent aujourd'hui qu'une faible part des transactions. Ce sont essentiellement les produits dérivés qui sont à l'origine de l'explosion des transactions financières comme l'illustre le graphique suivant.

Montant des transactions financières
(rapportées au PIB mondial)



Source : Stephan Schulmeister, Margit Schratzenstaller et Oliver Picek, *A general financial transaction tax: motives, revenues, feasibility and effects*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), mars 2008.

Cette explosion des transactions a conduit à une hypertrophie du secteur financier qui est progressivement devenu un secteur prédateur sur l'économie réelle. Les profits du secteur financier représentaient en 2007 aux États-Unis 40 % de l'ensemble des bénéfices des sociétés alors que leur poids dans le PIB n'est que de 7 %.

LES DÉRIVES DE LA FINANCE

On s'étonne aujourd'hui des prises de risques excessives qui ont abouti à la crise alors que toutes les innovations financières de ces dernières décennies ont consisté à inventer des instruments de défausse systématique des risques de crédit. En 2003, Warren Buffet, qui n'est pas un enfant de cœur en matière financière, qualifiait les produits dérivés « d'armes de destruction massive ».

Par un paradoxe bien connu en économie, c'est pourtant dans le but de protéger des risques qu'apparurent initialement la plupart des instruments qui ont conduit à leur montée et à la déresponsabilisation des acteurs financiers. Les marchés à terme sont apparus au milieu du XIX^{ème} siècle (marché des grains de Chicago) pour protéger notamment les agriculteurs contre le risque d'une baisse des prix au moment de la récolte. De façon symétrique, l'entreprise alimentaire qui veut se prémunir contre la hausse du prix de ses matières premières les achète à terme à un prix fixé aujourd'hui. Les manuels d'économie

expliquent même qu'entre les deux un équilibre harmonieux devrait s'instaurer. Le problème est qu'en apportant la sécurité au producteur et à l'acheteur qui veulent éviter les risques, les marchés à terme (et plus généralement les produits dérivés) ont ouvert en grand la porte à ceux qui désirent au contraire spéculer. Leur prolifération a ainsi « transformé un mécanisme de protection microéconomique des acteurs de l'économie réelle en instrument de déstabilisation macroéconomique »⁷.

Les produits dérivés sont des opérations financières reposant elles-mêmes sur d'autres opérations financières. Comme dans l'exemple précédent, ce sont par exemple des contrats à terme portant sur des actifs ou indices dits sous-jacents. La valeur du produit est ainsi dérivée de celle des actifs sous-jacents qui peuvent être un taux d'intérêt, un taux de change, une valeur mobilière.

7. Attac, « Des taxes globales pour construire les biens communs de l'humanité. Taxons la spéculation financière », mars 2010, www.france.attac.org/spip.php?rubrique1171

On distingue plusieurs catégories de produits dérivés :

- les contrats à terme (*futures*), qui sont des contrats d'achat ou de vente d'un actif à une échéance et à un prix fixés. Ces contrats à terme peuvent porter sur des actifs monétaires ou financiers (effets, valeurs mobilières, indices ou devises ou instruments équivalents) ou sur des marchandises. Il s'agit par exemple de contrats de vente de devises ou de contrats de vente de pétrole ;
- les contrats d'échange (*swaps*), qui sont des contrats d'échange d'actifs ou de flux financiers (ils peuvent porter par exemple sur des devises ou sur des taux) ; en particulier, les dérivés de crédit (CDS) sont des contrats par lesquels l'acheteur paie un flux régulier (3 ou 4 % du notionnel par exemple) pendant plusieurs années pour s'assurer contre le risque de défaillance ;
- les contrats d'option, par lesquels l'acheteur de l'option paie une prime contre la faculté d'acquérir (option d'achat) ou de vendre (option de vente) une quantité déterminée d'instruments financiers à un prix et à une date ou pendant une période donnés.

Les marchés peuvent être organisés et centralisés comme les bourses d'échanges (Euronext par exemple) ou de gré à gré, échappant à tout contrôle mais transitant pour l'essentiel par les grands établissements bancaires.

L'innovation financière a créé des produits dérivés de plus en plus complexes, les développant dans deux directions : la transformation des caractéristiques des contrats et l'extension de la nature du sous-jacent. L'innovation financière est particulièrement active sur les marchés de gré à gré. De nouveaux contrats y sont sans cesse créés : contrats sur l'inflation, le chômage, la volatilité des marchés financiers ou les prix de l'immobilier.

Deux facteurs favorisent la spéculation sur les produits dérivés. Tout d'abord, il n'est pas nécessaire de détenir un actif pour acquérir un produit dérivé fondé sur cet actif. Il n'est pas nécessaire, par exemple, de détenir des obligations d'un Etat pour spéculer sur les CDS protégeant le détenteur de l'obligation du risque de défaut de l'Etat en question. Comme le remarque Attac, « c'est comme si

l'on pouvait souscrire une assurance sur la maison de son voisin, y mettre le feu et toucher la prime »⁸. Ensuite, il est possible de spéculer sur des montants très élevés à partir d'une mise de fonds très faible avec un « effet de levier » considérable.

La contrepartie d'une assurance est la tendance à prendre plus de risques. Les assureurs le savent et les économistes désignent ce phénomène sous le nom d'aléa moral, francisation du terme anglais *moral hazard*. Avec le développement des produits dérivés, le phénomène qui fut au cœur de la crise financière, la titrisation, c'est-à-dire la transformation des crédits en produits financiers complexes vendus sur les marchés, en est un exemple criant. Dans les années précédant la crise, la titrisation d'un crédit tout comme les produits dérivés semblaient avoir toutes les vertus : diviser le risque supporté par l'établissement en le répartissant dans l'ensemble de l'économie. Mais la dissémination eut pour principal effet la déresponsabilisation des acteurs.

8. *Idem*.

Lorsque l'essentiel de l'activité des banques était retracé dans leur bilan, la régulation bancaire permettait d'en contrôler les risques. Avec la titrisation qui dissémine le risque dans des « paquets » vendus sur les marchés financiers, la traçabilité du risque disparaît. Et comme l'établissement qui ouvre le crédit n'en supporte pas le risque, il a tendance à prendre plus de risques. C'est ainsi que les sociétés de crédit hypothécaire américaines non régulées et peu regardantes sur la solvabilité de leurs clients ont accordé des prêts à taux variables gagés sur la valeur des biens immobiliers. Lorsque les prix de l'immobilier se sont effondrés et que les taux d'intérêt ont augmenté, les ménages se sont retrouvés insolvables. Entre temps, les crédits en question (*subprimes*) avaient été titrisés – c'est-à-dire convertis en produits financiers rachetés par des banques dans le monde entier – ; le risque s'est retrouvé disséminé dans toutes les banques du monde ayant acheté ces titres et c'est l'ensemble du système financier qui a failli s'écrouler.

Pour mettre fin à ces dérives de la finance, une régulation étroite des marchés financiers est nécessaire. Mais ce n'est

pas un hasard si l'idée d'une taxation des transactions financières a resurgi après la crise dans l'agenda international. Pour éviter l'effondrement des institutions financières, des sommes considérables ont été investies par les gouvernements et la crise économique qui a suivi la crise financière a creusé partout les déficits publics. Une taxe portant sur l'ensemble des transactions financières ne serait en somme qu'un juste retour – au demeurant modeste – des charges qu'ont supportées les contribuables pour éviter l'effondrement du système bancaire.

Comme la taxe Tobin, une taxation générale des transactions financières pourrait engendrer un triple dividende : réduire les transactions spéculatives, contribuer à la régulation, fournir des ressources importantes.

LE PREMIER DIVIDENDE : RÉDUIRE LA SPÉCULATION

La taxation des transactions financières renchérirait leur coût et induirait dans cette mesure une réduction des échanges, donc une réduction de la spéculation.

Pour décourager les opérations à court terme, le niveau de la taxe sur les transactions financières doit représenter une fraction suffisamment significative du coût de l'immobilisation des capitaux pendant un temps donné. Le taux monétaire moyen au jour le jour des dix dernières années est de 2,7 %. En se fondant sur une année financière de 360 jours, un taux de 0,05 % représente une durée d'immobilisation de l'ordre de six jours et demi, suffisante en l'état pour inciter les opérateurs à davantage de prudence dans les opérations les plus spéculatives intra-quotidiennes ou à très court terme – sur un ou deux jours.

Cette norme aurait des conséquences sur le *trading* haute fréquence en particulier, ces opérations électroniques

jouant sur les fluctuations à la milliseconde de la valeur des actifs – il arrive par exemple qu'un seul opérateur prenne plus de mille positions successives, dans la même journée, sur la même valeur mobilière. Sa rentabilité serait en effet fortement rognée, voire, dans certains cas, réduite à néant. La taxe pourrait ne pas être totalement répercutée par les banques et établissements financiers sur les opérateurs, provoquant, ce qui ne serait pas fondamentalement malsain, une réduction du niveau de leurs marges et *in fine* un transfert de ressources du secteur privé spéculatif vers les Etats.

A contrario, en limitant les ajustements de court terme, la taxation pourrait selon certains économistes accroître la volatilité des cours. Les investisseurs tendraient en effet à repousser le passage à la transaction jusqu'au moment où le gain espéré apparaît supérieur au montant de la taxe à acquitter. Les micro-ajustements de prix n'auraient donc plus lieu. Les ordres d'achat ou de vente s'accumuleraient dans l'attente d'un écart significatif entre le prix affiché et le prix espéré. Lorsque cet écart apparaîtrait, les investisseurs

se presseraient en masse pour acheter ou pour vendre, au lieu de se présenter en ordre dispersé au gré de leurs attentes individuelles. Les prix évolueraient ainsi par à-coups, en dents de scie. Dans cette mesure, la taxation des transactions serait susceptible d'accroître leur volatilité.

L'opinion des économistes diverge cependant sur la question du lien entre volatilité et taxation des transactions financières et les preuves empiriques font largement défaut. La réduction des coûts de transaction au cours des vingt dernières années n'a entraîné aucune réduction de la volatilité fondamentale des marchés financiers. En outre, il convient de distinguer la volatilité des prix à très court terme de la réduction spécifique qu'exerce la taxation sur les comportements spéculatifs.

Car les transactions qui n'auraient plus lieu sont précisément celles dont l'extrême rapidité trahit la nature spéculative. En 1989, dans le *Journal of Financial Service Research*, Joseph Stiglitz a signé à ce sujet un article intitulé « Using tax policy to curb short-term trading », ou comment

réduire les échanges boursiers à court terme par la politique fiscale. Il y développe l'idée, reprise de Keynes, que la spéculation à court terme s'apparente à une rémanence sonore, un bruit parasite (*noise trading*) qui perturbe la bonne circulation de l'information sur les marchés. Il désigne sans détour le meilleur moyen de lutter contre ce type particulier d'échanges : la taxation des transactions⁹.

Pesant principalement sur les opérations spéculatives de court terme, la taxe toucherait peu en revanche l'activité bancaire traditionnelle, qui repose sur des prêts aux entreprises et aux ménages financés par des dépôts et dont les profits résultent du différentiel de taux d'intérêt. En décourageant les activités spéculatives et en affectant peu l'activité bancaire traditionnelle, la taxe contribuerait ainsi à la régulation financière.

LE SECOND DIVIDENDE : CONTRIBUER À LA RÉGULATION FINANCIÈRE

Pour éviter tout contournement de la taxe par l'innovation financière, il est nécessaire de taxer l'ensemble des transactions quelle qu'en soit la nature. Aussi, la taxe envisagée doit concerner les transactions boursières et non boursières, les titres, les obligations, les produits dérivés, de même que les transactions sur le marché des changes. Elle donnerait des moyens juridiques puissants et exhaustifs pour enregistrer toutes les opérations financières et, par suite, sanctionner, par exemple par l'application de taux majorés, les transactions spéculatives jugées inutiles et nuisibles.

Si la taxe est facile à prélever sur les plateformes de compensation, il faut également taxer les transactions de gré à gré, faute de quoi la taxation irait à l'encontre de l'objectif de régulation financière en favorisant les transactions les plus opaques. Sur les marchés financiers centralisés (bourses d'actions ou de matières premières), le prélèvement

9. Joseph Stiglitz, « Using tax policy to curb short-term trading », *Journal of Financial Service Research*, vol. 3, 1989. Voir : www.springerlink.com/content/n28o48o1534g5022

de la taxe est simple. Les ordres d'achat et de vente sont passés sur un système informatique et une simple ligne informatique permet de la prélever. Comme dans le cas du droit de timbre (*stamp duty*) de 0,5 % sur les actions aux Royaume-Uni, on peut par exemple la prélever par moitié sur l'acheteur et le vendeur. Sur les marchés de gré à gré le prélèvement peut être réalisé directement sur les intermédiaires financiers, car ces transactions concernent majoritairement les grands établissements bancaires qui interviennent pour le compte de leurs clients.

Pour conforter la régulation, il est enfin possible de taxer plus fortement les opérations spéculatives des banques pour leur compte propre, ou encore les transactions financières effectuées en dehors des marchés réglementés à l'extérieur du champ d'intervention et de contrôle des autorités publiques.

La première mesure relève de la même logique que la séparation des banques de dépôt et des banques d'affaires, telle qu'elle était naguère prévue dans des réglementations

nationales, notamment le *Glass-Steagall Act* américain, adopté pendant le *New Deal* sous l'impulsion du président Roosevelt.

L'objectif consiste à distinguer les opérations réalisées par les banques et établissements financiers pour compte propre – par nature contestables, car l'octroi du statut n'est pas destiné à leur donner une capacité d'exercice autonome – des activités pour comptes tiers, qui correspondent à leur vocation.

Les Etats-Unis ont montré la voie avec le *Dodd-Frank Act*, adopté en juillet 2010. Parmi beaucoup d'autres dispositions, il prévoit l'interdiction de ces opérations dites de « *trading* propriétaire » à compter de la fin 2012 et certaines institutions financières majeures, comme Goldman Sachs, ont déjà pris leurs dispositions pour s'adapter à ce changement de législation.

La deuxième mesure concerne la lutte contre le développement des transactions hors des marchés réglementés et

des plateformes de compensation (*dark pools*). Dans la mesure où la régulation cherche à promouvoir la négociation des instruments financiers sur des plateformes multilatérales ouvertes et transparentes, il s'agit de créer une taxation supplémentaire pour les transactions de gré à gré qui présentent un risque spécifique important.

Une telle taxation n'est naturellement pas destinée à se substituer à la future réglementation de ces marchés, notamment celle prévue par la proposition de règlement dite « EMIR » sur les produits dérivés négociés de gré à gré. En aucun cas et dans aucun domaine, la taxation et la réglementation ne remplissent la même fonction, même si elles ont toutes deux pour objectif convergent et commun de renforcer la sécurité financière.

LE TROISIÈME DIVIDENDE : QUELS TAUX POUR QUELS RENDEMENTS ?

Dès l'origine, James Tobin recommandait un taux d'un niveau faible, de l'ordre de 0,5 % sur les transactions au comptant. Pour sa part, la députée grecque Anni Podimata préconise dans son rapport au Parlement européen une taxe de 0,01 % à 0,05 %. L'enjeu essentiel consiste en effet à éviter deux écueils. Le premier est de nature économique. Le niveau de la taxe ne doit pas constituer un obstacle à la totalité des transactions financières, ce qui conduirait à une réduction de la souplesse de l'économie, mais uniquement dissuader la réalisation de transactions spéculatives, dénuées d'utilité économique réelle.

C'est l'Institut autrichien pour la recherche en économie WIFO qui a publié les évaluations les mieux étayées, dans une étude réalisée par Stephan Schulmeister, Margit Schratzenstaller et Oliver Picek, parue en mars 2008¹⁰.

10. Stephan Schulmeister, Margit Schratzenstaller et Oliver Picek, *A general financial transaction tax: motives, revenues feasibility and effects*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), mars 2008. Voir : www.wifo.ac.at/www/servlet/www.upload.DownloadServlet/bdoc/S_2008_FINANCIAL_TRANSACTION_TAX_318195.PDF

Les auteurs répondaient à une demande du Forum social européen et l'étude était cofinancée par deux ministères autrichiens, le ministère fédéral des Finances et le ministère fédéral de l'Economie et du Travail. Elle présente des garanties d'impartialité scientifique qui en font un travail de référence.

L'étude prend en compte la réduction du volume d'échanges imputable à une taxe. Il ressort de manière nette que les échanges portant sur des instruments dérivés connaîtraient bien plus de répercussions que les opérations au comptant, ou échanges réels, par l'introduction d'une taxe sur les transactions financières. Comme le montre le tableau suivant, la réduction des transactions au comptant sur obligations serait très faible avec une taxe de 0,05 % (- 3 %) et nulle avec une taxe de 0,01 %. Elle serait à peine plus élevée pour les transactions portant sur des actions au comptant. En revanche, la réduction du volume d'échanges serait comprise entre 60 % et 70 % en moyenne pour les produits dérivés avec un taux de taxation de 0,05 %. Le taux optimal pour réduire assez fortement les transactions

les plus risquées sans nuire aux transactions au comptant sur actions et obligations est de 0,05 %. L'impôt de bourse centenaire qui a été supprimé par le gouvernement Fillon dans le Projet de loi de finances pour 2008 était d'ailleurs beaucoup plus élevé (0,3 % jusqu'à 130 000 euros et 0,15 % au-dessus). Contrairement à cet impôt spécifique, la taxe a l'avantage de ne pas être contournée par l'utilisation de produits dérivés.

Réduction du montant des transactions (en %) selon différents taux de taxe

Taux de taxe	0,10 %	0,05 %	0,01 %
Obligations (Comptant)	- 5 %	- 3 %	- 0 %
Actions (Comptant)	- 10 %	- 5 %	- 0 %
Instruments dérivés	- 70 / 80 %	- 60 / 70 %	- 20 / 30 %

Source : Schulmeister et al., *Idem*.

En prenant en compte la réduction moyenne des échanges, l'étude propose une évaluation chiffrée, par pays, des recettes à attendre d'une taxation des transactions financières, selon le taux retenu. Avec un taux de 0,05 %, le

produit de la taxe sur les transactions financières dégagerait une recette de l'ordre de 200 milliards d'euros pour l'Union européenne (soit 1,5 % du PIB européen), 27 milliards d'euros en Allemagne (1,1 % du PIB), un peu plus de 12 milliards d'euros en France (0,6 % du PIB). C'est évidemment au Royaume-Uni qu'elle aurait l'impact le plus élevé, en raison de l'importance de la place de Londres (6 % du PIB soit 107 milliards d'euros).

Recette fiscale résultant d'une taxe de 0,05 %

Montant	France	Allemagne	Royaume-Uni	Europe	Monde
- en milliards €	12	27	107	200	500
- en % PIB	0,6 %	1,1 %	6,3 %	1,5 %	1,1 %

Source : Schulmeister et al., *Idem*.

L'étude fait clairement apparaître l'intérêt d'un taux de 0,05 %. Il affecte peu les transactions au comptant sur obligations et actions, décourage fortement les transactions sur instruments dérivés et apporte une contribution financière importante au budget des Etats.

Une étude d'Europe Ecologie-Les Verts¹¹ a adapté l'analyse de Stephan Schulmeister, Margit Schratzenstaller et Oliver Picek en prenant en compte le fait qu'une partie des dérivés de crédit échappent à la taxe, conduisant à un rendement de la taxe plus faible, compris entre 80 et 190 milliards d'euros à l'échelle de l'Europe.

11. Etude d'Europe écologie-Les Verts sur la taxation des transactions financières : europeecologie.eu/IMG/pdf/Major_Findings_and_FAQ_FTT_final-VF.pdf

QUEL CHAMP GÉOGRAPHIQUE ?

La taxe Tobin, conçue pour éviter les flux spéculatifs déstabilisant les cours des devises, avait vocation à s'appliquer à l'échelle d'une zone monétaire, c'est-à-dire dans un seul pays ou un groupe de pays ayant la même monnaie.

La taxe sur les transactions financières aujourd'hui en débat ne concerne pas que les seules transactions internationales, mais vise également les transactions financières internes à la zone monétaire. Elle répond néanmoins à la même logique.

Un accord international étant peu probable, trois hypothèses sont envisageables pour la mise en place de la taxe à l'échelle européenne.

Dans la configuration la meilleure, la taxe s'appliquerait à l'ensemble de l'Union européenne et serait mise en place simultanément et dans les mêmes conditions d'assiette comme de taux par chacun des Etats membres.

L'intérêt de cette solution est triple. D'abord, elle permet d'appliquer les mêmes règles au sein de l'Union européenne et d'éviter ainsi tout risque de transfert d'activité de certains Etats membres vers d'autres.

Politiquement ensuite, elle affirme l'unité nécessaire pour permettre de défendre la taxe au niveau international, tant au G8 qu'au G20. La vocation de la lutte contre la spéculation, rétablir la « bonne finance » au détriment de la « mauvaise finance », ne peut être atteinte dans ses objectifs que si les pays européens affichent un front uni, de nature à convaincre de la pertinence de leur choix les autres grandes puissances financières mondiales, pour l'essentiel les Etats-Unis et le Japon, mais aussi les gouvernements responsables des grandes places financières asiatiques que sont Hong-Kong, Singapour et Taipei, sans oublier la Chine et les autres grands pays émergents du groupe des BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud).

Enfin, en pratique, il est préférable, comme pour toute mesure européenne de nature financière, qu'elle concerne la première place financière européenne, celle de Londres.

Dans une configuration également intéressante mais de deuxième choix, la taxe peut être mise en place par les pays de la zone euro, à savoir 17 Etats membres sur 27. Ce serait d'ailleurs cohérent sur le plan politique, économique et social : même si ce n'est pas prévu explicitement par le Traité, les pays de la zone euro peuvent envisager de disposer, dans certaines matières, de leurs propres règles, pour renforcer la solidité de leurs activités financières.

Dans une configuration plus réduite et politiquement moins significative, après constat d'un échec à un niveau territorial plus élevé, la taxe sur les transactions financières pourrait être mise en place, dans le cadre d'une coopération renforcée, par un nombre plus réduit d'Etats membres, au moins neuf aux termes du Traité, autour de l'essentiel des pays de la zone euro – notamment l'Allemagne, la France, l'Espagne et l'Italie.

Quel que soit le niveau géographique, le risque de fuite des capitaux brandi traditionnellement par les opposants à la taxe pourrait même se muer à l'inverse en une opportunité précieuse de stabilisation des économies soumises à la taxation, qui verraient ainsi disparaître des flux dont le moins que l'on puisse dire est que leur contribution à la prospérité des populations n'est pas établie.

UN RENDEZ-VOUS HISTORIQUE À NE PAS MANQUER

Le coût de la crise

L'intérêt nouveau pour la taxation des transactions financières tient aux sommes considérables qui ont été mises en œuvre pour le sauvetage du système financier et à l'impact de la crise sur la situation des finances publiques.

Le premier impact direct a été analysé par la Commission européenne dans sa communication relative aux aides d'Etat du 1^{er} décembre 2010. L'ensemble des aides publiques autorisées par les Etats membres en faveur du secteur financier a atteint, entre octobre 2008 et octobre 2010, 4 589 milliards d'euros (soit le PIB cumulé de l'Allemagne et de la France), essentiellement sous forme de garanties dont une majorité n'a heureusement pas été appelée à ce jour.

Les aides publiques effectivement mises en jeu ont atteint 1 107 milliards d'euros, dont 840 milliards d'euros (76 %)

sous forme de prêts et de garanties pour faciliter le maintien du crédit interbancaire. Au total, les aides publiques concrètement versées dans l'Union se sont établies à 237 milliards d'euros en 2008 et 351 milliards d'euros en 2009, dont 132 milliards d'euros consacrés à la recapitalisation du secteur bancaire et 100 milliards d'euros au cantonnement des actifs toxiques. A ces aides directes s'ajoute l'incidence spectaculaire sur les finances publiques de la brutale contraction des économies. La dette publique des pays développés a ainsi augmenté, en deux ans, de 20 points de PIB, les exposant à un effort nécessaire d'ajustement estimé de 300 à 370 milliards de dollars. Le secteur financier doit y prendre sa juste part, à la mesure de son évidente responsabilité.

Une place logique dans l'agenda politique mondial

Dans ce contexte, la taxe sur les transactions financières a trouvé une place logique dans l'agenda politique mondial. Dès septembre 2009, le sommet du G20 de Pittsburgh a ainsi chargé le FMI de préparer « un rapport

sur les différentes options selon lesquelles le secteur financier pourrait assurer une contribution juste et substantielle aux ressources nécessaires à la reprise ».

Ce rapport remis en avril 2010, sans fermer la voie à une taxe sur les transactions financières considérée comme une taxe de « rendement » plus que de « régulation », a proposé la création de deux nouvelles taxes mieux adaptées aux yeux du FMI à la responsabilisation du secteur financier : la première, assise sur le bilan des établissements de crédits, ayant vocation à assurer la stabilité financière en cas de nouvelle crise du secteur et la seconde, portant sur le profit des banques, devant compenser pour les Etats le coût du sauvetage du secteur.

Ces deux types de taxes, usuellement dénommées prélèvement sur les banques et taxe sur les activités financières (TAF), apparaissent toutefois beaucoup plus complémentaires que concurrentes à la taxe sur les transactions financières et demeurent très éloignées des ambitions de cette dernière.

Les prélèvements sur les banques reposent en effet, quelle que soit leur forme, sur les positions du bilan de celles-ci, sans tenir compte des transactions des systèmes bancaires parallèles (*shadow banking systems*), dans lesquels gisent pourtant les plus grands risques d'endettement.

Les taxes sur les activités financières (TAF) quant à elles, en limitant leur emprise aux seuls profits des établissements financiers, n'exercent aucune incitation sur la nature des activités financières auxquelles se prêtent les banques.

Pour accélérer les choses, le Parlement européen, dans sa résolution du 10 mars 2010, a demandé à la Commission européenne d'engager sans délai des études de faisabilité sur la taxation des transactions financières dans l'Union européenne. En avril 2010, le Parti socialiste européen lance dans le cadre du Global Progressive Forum une campagne pour instaurer une taxe de 0,05 % sur l'ensemble des transactions financières.

Le Conseil européen des 16 et 17 juin 2010, constatant la responsabilité historique de l'Union européenne dans la promotion d'une stratégie à l'échelle mondiale visant à l'instauration de systèmes de prélèvements et de taxes sur les établissements financiers, a, à son tour, recommandé d'examiner la question d'une taxe sur les transactions financières mondiales. Cette taxe figure désormais à l'agenda du G20.

À la veille du conseil Ecofin du 30 septembre 2010, le groupe des Verts au Parlement européen présente son étude très complète¹² sur les conditions nécessaires à la mise en place d'une taxe sur les transactions financières au niveau de l'Union européenne et de la zone euro.

Toutefois, dès sa communication du 7 octobre 2010, la Commission européenne exprime une certaine réticence à l'égard de la taxation indifférenciée des transactions financières, brandissant le traditionnel épouvantail d'une

¹² Voir l'étude précédemment citée.

délocalisation massive des produits financiers dans un contexte où les positions encore figées de nos principaux partenaires mondiaux semblent compromettre la perspective d'un accord mondial. La pression du Parlement et de l'opinion vont la conduire à évoluer.

Pour rappeler avec force sa position et conjurer le risque de l'immobilisme, le Parlement européen adopte, le 8 mars 2011, par 529 voix contre 127, le rapport de la députée socialiste grecque Anni Podimata sur les financements innovants, demandant « instamment à l'Union, en l'absence d'accord international dans les prochains mois, de présenter des propositions législatives sur l'introduction d'une taxe sur les transactions financières à l'échelle européenne », soulignant « qu'un taux bas, entre 0,01 % et 0,05 %, empêcherait des déplacements majeurs des activités vers d'autres juridictions à imposition plus faible » et relevant qu'en tout état de cause « le mouvement des transactions purement spéculatives vers d'autres juridictions n'aurait pas d'effets négatifs, mais serait à l'inverse susceptible de contribuer à accroître l'efficacité du marché ».

LA PROPOSITION PS-SPD DE JUIN 2011

En février 2011, lors d'une rencontre à Berlin entre les délégations des groupes socialiste et SPD de l'Assemblée nationale et du Bundestag, il est décidé de proposer dans les deux Parlements une résolution identique appelant à l'instauration d'une taxe de 0,05 % sur l'ensemble des transactions financières.

Il s'agit de mettre les deux gouvernements au pied du mur puisque, si le gouvernement fédéral allemand a annoncé, à l'été 2010, vouloir consacrer ses efforts avec le gouvernement français à l'introduction d'une taxe européenne sur les transactions financières, aucune avancée concrète n'a depuis été réalisée dans ce sens de part et d'autre du Rhin.

Un travail commun engagé entre les deux délégations a conduit à une résolution identique, discutée le même jour, le 9 juin 2011, dans les deux Parlements.

La résolution recommande aux deux gouvernements de présenter de manière conjointe avec nos partenaires européens, au plus tard lors du premier Conseil européen de l'automne 2011, une proposition législative visant à introduire une taxe sur les transactions financières qui contiendrait les éléments suivants :

- une taxe sur toutes les transactions financières de 0,05 % ;
- une assiette de cette taxe sur les transactions financières englobant toutes les transactions boursières et non boursières, titres, obligations et produits dérivés, de même que toutes les transactions sur le marché des changes ;
- l'affectation des recettes de la taxe sur les transactions financières à chacun des budgets nationaux ;
- une telle proposition législative devra être introduite au niveau de l'Union européenne ou à défaut d'abord au niveau de la zone euro ou d'un groupe de plusieurs Etats membres de l'Union.

Le consensus a finalement été plus facile à réaliser en France qu'en Allemagne. Le texte a été voté à la quasi

unanimité de l'Assemblée nationale en France (477 voix pour, 2 contre), alors qu'il a été renvoyé en commission en Allemagne, après les critiques de l'aile la plus à droite de la CDU.

Les esprits évoluent aussi en Europe. Lors de la présentation en juin 2011 du budget septennal européen 2014-2020, José Manuel Barroso a plaidé pour que l'Europe ouvre la voie : « Au lieu d'attendre que tout le monde dispose d'une taxe sur les transactions financières, nous avons pensé qu'il était plus judicieux de disposer de la nôtre et d'envisager ensuite de créer les conditions pour la mise en place d'une taxe financière mondiale ». Mais la taxe proposée par la Commission européenne est toutefois trop faible sur les produits dérivés (0,01 %), beaucoup plus faible que sur les produits plus classiques, ce qui ne va guère dans le sens d'un renforcement de la régulation. Son produit destiné à abonder le budget européen serait seulement de 50 milliards d'euros à l'échelle de l'ensemble de l'Union. La plupart des pays se sont montrés réticents à l'idée d'abonder le budget européen. L'Italie, qui avait

inscrit une taxe de 0,15 % au début du mois de juillet 2011, est revenue en arrière quelques jours plus tard. La droite allemande, qui, comme le SPD, souhaite que la taxe abonde d'abord le budget allemand, ne veut l'envisager que si elle est appliquée à l'échelle européenne. *Idem* pour le gouvernement conservateur britannique qui ne veut l'envisager qu'à l'échelle mondiale.

Le changement sans doute le plus net concerne les opinions publiques européennes. La quatrième enquête commandée par le Parlement européen et réalisée en avril et mai 2011¹³ montrait une forte adhésion de l'opinion européenne à la taxation des transactions financières : 61 % des Européens y sont favorables, avec des scores très élevés en Autriche (80 %), en Allemagne (71 %) et en France (69 %). Dans des pays où les gouvernements y sont opposés, l'opinion soutient pourtant massivement le projet (65 % au Royaume-Uni et aux Pays-Bas). Il n'y a qu'à Malte

13. « Les Européens et la crise », Eurobaromètre du Parlement européen, juin 2011, enquête réalisée par TNS opinion auprès de 26 825 citoyens de l'Union européenne, âgés de 15 ans et plus, du 13 avril au 2 mai 2011. Voir la synthèse analytique : www.europarl.europa.eu/pdf/eurobarometre/2011/juin/22062011/eb752_crise_financiere_synthese_analytique_fr.pdf

que l'opinion est défavorable ! Il s'agit essentiellement dans l'opinion européenne de combattre les causes et les effets de la crise : 41 % mentionnent la lutte contre la spéculation, 35 % la contribution des acteurs de la finance au coût de la crise et 10 % la réduction des déficits.

En conclusion, il est temps que le combat se développe dans sa vraie dimension : un combat citoyen et politique que la gauche européenne et internationale doit mener jusqu'au bout. Ce sera le premier signe d'une vraie réponse politique à la crise née de trois décennies de mondialisation libérale.

COLLECTION DIRIGÉE PAR GILLES FINCHELSTEIN
ET LAURENT COHEN

ISBN : 978-2-36244-025-0

© EDITIONS FONDATION JEAN-JAURES
12 CITÉ MALESHERBES - 75009 PARIS
www.jean-jaures.org

Réalisation : REFLETSGRAPHICS
Achevé d'imprimer par l'imprimerie A.Trois
SEPTEMBRE 2011

LES ESSAIS	09/2011
------------	---------

Pierre-Alain Muet

Taxer les transactions financières

Avec les ravages de la crise financière, l'idée d'une taxation des transactions financières internationales resurgit heureusement aujourd'hui dans le débat politique.

Les initiatives se multiplient. Les opinions européennes y sont de plus en plus favorables.

Pierre-Alain Muet démontre le bien-fondé d'une telle proposition et appelle la gauche européenne et internationale à mener ce combat citoyen pour donner une réponse politique à la crise née de trois décennies de mondialisation libérale.

www.jean-jaures.org

ISBN : 978-2-36244-025-0
6 €