

## TAXER LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES N'A PAS D'INCIDENCE SUR LA VOLATILITÉ DES MARCHÉS

*Presque 80 ans après la proposition de John Maynard Keynes de taxer les transactions à Wall Street, 40 ans après celle de James Tobin de placer quelques grains de sable dans les rouages trop bien huilés de la finance mondiale, l'idée de taxer les transactions financières n'a jamais autant été d'actualité. La France en août 2012, puis l'Italie en mars 2013 ont décidé de taxer les échanges de titres et prochainement, c'est à onze que les pays de la zone euro vont appliquer le projet de taxe de la commission européenne. Les opposants à la taxe sur les transactions financières – nombreux bien sûr parmi les professionnels de la finance, mais aussi parmi les économistes – font valoir qu'elle serait contre-productive : loin de réduire l'instabilité des marchés, cette taxe contribuerait à augmenter la volatilité en diminuant la liquidité. Pourtant, dans leur ensemble, les études empiriques ne décèlent aucun effet sur la volatilité (ni dans un sens, ni dans l'autre), malgré la baisse des volumes de transaction. De même, la taxe française introduite en août 2012 a certes induit une baisse des volumes, mais sans que cela n'ait d'effet sur la volatilité des titres concernés.*

### ■ Controverses autour de la taxe sur les transactions financières à l'échelle européenne

Pour la première fois, vraisemblablement à partir de 2014, une taxe sur les transactions financières (TTF) à un niveau supranational va voir le jour. Onze pays de la zone euro<sup>1</sup> ont en effet décidé d'appliquer, dans le cadre d'une procédure de coopération renforcée, une taxe de 0,1% sur les échanges d'actions et d'obligations, hors introduction en bourse, et de 0,01% sur les échanges de produits dérivés. Selon la proposition de la Commission européenne, la taxe s'appliquera dès lors qu'au moins un des participants à la transaction est établi dans l'un des onze pays qui l'ont adoptée ("principe de résidence") ou dès lors que la transaction implique un instrument financier émis dans l'un de ces pays ("principe du lieu d'émission"), et ce quel que soit l'endroit où la transaction a lieu. Les transactions entre institutions financières (banques, sociétés d'assurance, fonds de placements, *hedge funds*...) ne seraient pas exemptés. Cette taxe pourrait rapporter près de 35 milliards d'euros par an.

Cette "taxe Tobin" à l'européenne suscite de vifs débats. L'idée de taxer les transactions financières est particulièrement populaire dans l'opinion<sup>2</sup>, mais essuie aussi d'ardentes critiques : le plus souvent ses opposants la jugent contre-productive. Naturellement, les professionnels de la finance sont les premiers à monter au créneau. Ainsi, par exemple, dans son communiqué du 9 janvier 2012, la Fédération Bancaire Française considérait que cela "pèserait sur la croissance, entraînerait une perte de compétitivité et constituerait un lourd handicap pour le financement de l'ensemble de l'économie." Certains politiques y sont aussi farouchement opposés. Pour le ministre des Finances suédois, Anders Borg, taxer les transactions financières est "une chose très dangereuse" ; son homologue néerlandais, Jan Kees de Jager, va même plus loin en affirmant que cela "aurait des résultats dévastateurs" (*The New York Times*, 9 octobre 2012). Quant au Premier ministre britannique David Cameron, il qualifie tout bonnement l'initiative de "folie" (*The Telegraph*, 26 janvier 2012).

1. Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Estonie, France, Grèce, Italie, Portugal, Slovaquie et Slovénie. D'autres pays pourraient les rejoindre à terme, notamment la Finlande ou la Hongrie qui taxent déjà les transactions financières. Des taxes similaires sont également appliquées au Royaume-Uni et en Irlande, ainsi que dans une vingtaine d'autres pays hors Europe (l'Afrique du Sud, la Chine, la Corée du Sud, Hong Kong, la Suisse, Taïwan, etc.).

2. D'après un sondage de la Commission européenne, 61% des Européens y sont favorables (près de trois-quarts des Allemands, des Français, ou des Italiens, mais seulement 58% des Espagnols et 43% des Britanniques). Eurobaromètre Standard n°74 (12 janvier 2011). Enquête réalisée en novembre 2010 auprès de plus de 26 000 citoyens-résidents de l'Union européenne.

## ■ Quel effet attendre sur la volatilité ?

Chez les universitaires, les controverses sont aussi très fortes. La taxation des activités financières a certes de fervents partisans<sup>3</sup>, mais dans l'ensemble, les économistes y sont plutôt opposés<sup>4</sup>. L'argument le plus souvent avancé est qu'en augmentant les coûts de transaction, la TTF risque de nuire à la liquidité des marchés et ainsi provoquer une augmentation de la volatilité.

Que les marchés illiquides soient des marchés très volatiles est un fait avéré. Il ne faut pas pour autant en conclure que toute augmentation des volumes de transaction favorise la stabilité des marchés, ni réciproquement qu'une diminution des volumes implique nécessairement une hausse de la volatilité. Dans les modèles théoriques qui traitent de ce lien, tout dépend des hypothèses sur la rationalité des intervenants<sup>5</sup>. S'ils sont supposés parfaitement rationnels, alors on obtient mécaniquement que toute augmentation des coûts de transaction nuit à l'efficacité des marchés. En revanche, dès lors que l'on considère que les intervenants (ne serait-ce que certains d'entre eux) font preuve de rationalité limitée, alors la réduction des volumes peut tout à fait avoir des effets bénéfiques.

En pratique, il y a fort à parier que le lien vertueux entre volume de transaction et volatilité soit surtout important pour des marchés peu liquides et qu'il s'estompe très rapidement, voire même s'inverse au-delà d'un certain seuil. Ce seuil est-il franchi aujourd'hui ? Il est difficile d'en juger. Notons toutefois que les volumes de transaction sur les marchés boursiers ont été multipliés par 20 environ en 20 ans<sup>6</sup>. Il est, par ailleurs, clairement établi que les investisseurs ont tendance à réaliser trop de transactions<sup>7</sup>. Enfin, bien que l'on manque d'études sur le sujet, de nombreuses inquiétudes entourent les opérations à très haute fréquence (avec des ordres passés à la milliseconde), qui représentent jusqu'à 70% des transactions sur actions, et qui semblent susceptibles de provoquer de brusques variations de prix.

Les études empiriques menées dans les pays où une TTF existe (ou a existé) révèlent un effet négatif sur les volumes. Mais surtout, il apparaît que la taxe est sans conséquence sur la volatilité ; au mieux les effets ne sont pas robustes (tableau 1). Même dans l'exemple suédois, et contrairement à ce qui est souvent avancé, les résultats ne sont pas conclusifs : si l'on examine en détail l'étude d'Umlauf (1993)<sup>8</sup>, qui fait souvent figure de cas d'école, selon que l'on mesure la volatilité quotidienne ou hebdomadaire, selon que l'on tient compte, ou non, du krach de 1987, selon que l'on compare, ou non, avec la dynamique des marchés britannique et américain, l'effet de la taxe est tantôt positif, tantôt nul, tantôt négatif.

Notons que les études existantes se contentent souvent de comparer les volumes de transaction ou la volatilité avant et après l'introduction de la TTF (ou plus généralement une variation de son taux). Il est alors impossible d'isoler l'effet qui relève spécifiquement de la taxe de ce qui serait dû à tous les autres événements intervenus durant cette période et susceptibles d'affecter le marché. Pour traiter ce problème méthodologique, il est nécessaire de disposer d'un échantillon de titres qui ne soient pas soumis à la TTF, mais dont les caractéristiques se rapprochent le plus possible des titres taxés. L'introduction de la TTF en France en août 2012, de par ses modalités, offre cette possibilité.

## ■ La TTF en vigueur en France depuis 2012

La taxe sur les transactions financières est entrée en vigueur en France le 1er août 2012<sup>9</sup>. Cette taxe vise principalement les échanges d'actions (ou assimilés) des entreprises dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse 1 milliard d'euros<sup>10</sup>. Son taux est de 0,2% (contre 0,1% initialement prévu) et elle est redevable par tous les intervenants, quelle que soit leur nationalité et leur localisation. La liste des entreprises concernées est fixée chaque année par un arrêté publié au Journal Officiel : en 2012, les titres en capital de 109 sociétés sont assujettis.

3. Outre Keynes et Tobin, on peut citer les Prix Nobel Paul Krugman et Joseph Stiglitz, ainsi que Lawrence Summers, ancien président de Harvard et secrétaire au Trésor sous l'administration Clinton, directeur du Conseil économique de la Nation sous l'administration Obama, Jeffrey Sachs, conseiller spécial de Ban Ki-Moon et Kofi Annan à l'ONU, Jeffrey Frankel, Professeur à Harvard, ou Rudi Dornbusch du MIT.

4. Kenneth Rogoff, Professeur à Harvard et ancien chef-économiste au FMI, illustre bien cette position. K. Rogoff, "The Wrong Tax for Europe", octobre 3, 2011.

5. Voir G. Capelle-Blancard & O. Havrylychuk (2013), "Securities Transaction Tax and Market Behavior: Evidence from Euronext", *Document de travail du CEPII* (à paraître); N. McCulloch & G. Pacillo (2011), "The Tobin Tax: A Review of the Evidence", *IDS Research Report*, n°68, Institute of Development Studies; Th. Matheson (2010), "Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence", *IMF Working Paper*.

6. Dans le même temps, les montants notionnels traités sur les marchés dérivés ont été multipliés par 150. Sur ce point, voir G. Capelle-Blancard (2010), "Are Derivatives Dangerous?", *International Economics*, 123, p. 65-88. Sur le développement de la sphère financière, voir Ch. Boucher, G. Capelle-Blancard, J. Couppey-Soubeyran & O. Havrylychuk (2012), "Quand la finance ne sert plus la croissance", in CEPII, *L'économie mondiale 2013*, La Découverte.

7. Voir notamment les travaux de T. Odean (1999), "Do Investors Trade Too Much?", *American Economic Review*, 89(5), 1279-1298.

8. S. Umlauf (1993), "Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market", *Journal of Financial Economics*, 33, 227-240.

9. Il existait en France, depuis 1893, un impôt de bourse qui fut toutefois supprimé en 2007. Contrairement à la taxe actuelle, seuls les résidents français en étaient redevables.

10. La TTF exclut de son assiette les transactions réalisées sur le marché primaire (augmentations de capital ou introductions en bourse) et les cessions intragroupes. En outre, elle ne s'applique qu'aux transactions donnant lieu à un transfert effectif de propriété, ce qui exclut les cessions temporaires utilisées notamment dans le cadre des ventes à découvert. La taxe est calculée sur le total net des achats de titres en fin de journée pour les opérations au comptant (fin de mois pour les achats effectués au SRD) ce qui, de fait, exclut les opérations d'achat et de ventes réalisées dans une même journée, notamment donc les opérations de *trading* haute fréquence. Sont toutefois également taxés, à un taux de 0,01%, les ordres de bourse annulés ou modifiés, tout comme l'étaient certaines opérations spéculatives sur les dettes souveraines (*i.e.* acquisition à nu de CDS) qui sont désormais interdites. Article 5 de la loi de finances rectificative pour 2012 (loi n°2012-354), Article 235 ter ZD du code général des impôts.

Cette taxe se prête particulièrement bien à une étude d'impact, dans la mesure où son assiette, ainsi que les attributs du marché des actions françaises permettent d'identifier facilement des groupes témoins. Notre approche consiste en effet à tirer parti du fait qu'un sous-ensemble seulement des titres cotés sur Euronext est taxé. Précisément, si l'on s'en tient aux 250 principales valeurs, celles qui composent les indices Euronext 100 et Next 150, on peut distinguer cinq échantillons de titres, dont trois échantillons-témoins.

- Échantillon A. Les actions des sociétés françaises (définies comme celle dont le siège social est situé en France) qui composent l'indice Euronext 100. Au nombre de 59, ces grandes entreprises sont toutes soumises à la TTF.
- Échantillon B. Les actions des autres sociétés qui composent l'indice Euronext 100. Ces 41 grandes entreprises ont principalement leur siège social en Belgique et aux Pays-Bas. Leurs caractéristiques sont très proches de celles de l'échantillon A, mais elles ne sont pas taxées.
- Échantillon C. Les actions des sociétés françaises qui composent l'indice Next 150 et dont la capitalisation boursière dépassait 1 milliard d'euros en 2012. Ces 30 entreprises sont trop petites pour faire partie de l'indice Euronext 100, mais suffisamment grandes pour être soumises à la taxe.
- Échantillon D. Les actions des sociétés françaises qui composent l'indice Next 150 mais dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'euros en 2012. Les achats de titres de ces 49 entreprises, de plus petite taille que celles de l'échantillon C, sont exemptés de la TTF.
- Échantillon E. Les actions des sociétés étrangères qui composent l'indice Next 150. Les 71 sociétés concernées sont de taille relativement similaire à celle de l'échantillon C, mais leur siège social étant à l'étranger, leurs titres ne sont pas taxés.

Dans une étude récente<sup>11</sup>, nous comparons l'évolution de la liquidité et de la volatilité pour chacun de ces échantillons sur une période d'un an (février 2012-janvier 2013) centrée sur le 1er août 2012, date de l'introduction de la taxe. L'idée est de comparer la dynamique des échantillons composés des titres soumis à la taxe (A et C) à celle des échantillons-témoins (B, D et E). Ainsi, cette méthode repose-t-elle sur le calcul d'une double-différence (avant/après et taxé/non taxé<sup>12</sup>).

Commençons par examiner l'évolution des volumes de transaction (graphique 1.1). Si l'on considère les grandes entreprises françaises (échantillon A), il s'est échangé en moyenne pour 40 millions d'euros d'actions au cours des six mois qui ont suivi l'introduction de la TTF, contre un volume de 50 millions d'euros les six mois précédents. Il serait toutefois abusif de considérer que cette baisse de 20% soit due exclusivement à la taxe. D'autres facteurs ont pu jouer (on sait notamment que l'activité est souvent moindre en août ou en décembre), d'où l'intérêt de disposer d'un échantillon témoin. Sur la même période, les actions des grandes sociétés étrangères qui sont traitées sur le même marché, aux mêmes conditions, et qui ont vraisemblablement subi des chocs similaires (échantillon B), ont elles-mêmes vu leur volume de transaction baisser de 10%. Relativement aux actions qui ne sont pas soumises à la TTF, les grandes entreprises françaises ont ainsi subi, globalement, une diminution d'environ 10% de leur volume de transaction<sup>13</sup>. Compte tenu de la variabilité des volumes sur cette période, on peut considérer la baisse relative comme significative. On notera que ce taux est proche de celui retenu par la Commission européenne dans son estimation du revenu que pourrait générer la TTF puisqu'elle fait l'hypothèse d'une baisse de 15% des volumes de transactions.

Pour les entreprises françaises de taille moyenne soumises à la TTF (échantillon C), la baisse des volumes est, en moyenne, de près de 30%, alors qu'elle est plutôt de 20% pour les entreprises françaises exemptées et de moins de 10% seulement pour les entreprises étrangères de taille similaire cotées sur Euronext. Là encore, la baisse relative est significative.

Ces résultats confirment donc les études antérieures qui montrent un effet négatif de la TTF sur les volumes échangés. Cela ne signifie pas pour autant que la liquidité des titres se soit dégradée. La littérature académique est en effet unanime sur ce point, la liquidité est un concept multidimensionnel et les volumes de transaction en sont une piètre mesure. Nous appliquons donc la même approche à d'autres indicateurs, moins frustes, de la liquidité. On considère ainsi la fourchette des prix (graphique 1.2), *i.e.* la différence entre les cours vendeur et acheteur en pourcentage du prix moyen, et le ratio de liquidité (graphique 1.3) qui se calcule en rapportant les volumes quotidiens sur la valeur absolue de la rentabilité journalière et qui s'interprète comme le volume nécessaire pour faire varier les prix de 1% : plus le marché est liquide,

11. Voir G. Capelle-Blancard & O. Havrylychuk (2013), *ibid.* Ce document de travail présente en détail les données, les hypothèses et les tests statistiques.

12. Soit, par exemple,  $V_t^A$  et  $V_t^B$  le volume de transactions moyen sur la période  $t$  (avant ou après l'introduction de la TTF) pour les échantillons A (taxé) et B (non taxé). L'effet spécifique de la taxe sur les volumes se mesure ainsi :  $(V_{\text{après}}^A - V_{\text{avant}}^A) - (V_{\text{après}}^B - V_{\text{avant}}^B)$ . Un test statistique standard d'égalité des moyennes permet ensuite d'apprécier si l'effet est bien significatif. Une approche alternative consiste à régresser économétriquement, pour tous les titres, les volumes quotidiens (ou toute autre variable d'intérêt) sur une variable muette égale à un pour les titres soumis à la taxe à partir du 1er août 2012, plus éventuellement une série d'effets fixes et de variables de contrôle. C'est cette approche qui est privilégiée dans l'étude précitée.

13. Ce taux global retient le point de vue d'un gérant indiciel. Dans cette estimation les plus grandes entreprises de chaque échantillon pèsent davantage que les plus petites. Si l'on accorde le même poids à chaque titre (ce que permet l'approche économétrique) la baisse des volumes de transaction imputable spécifiquement à la taxe est, en moyenne, de l'ordre de 20%. La différence entre le taux global de 10% et le taux moyen de 20% est due au fait que l'impact est plus fort pour les titres pour lesquels les volumes sont plus faibles.

plus il est à même d'absorber un ordre de grande taille sans provoquer une trop forte variation de prix, et plus ce ratio est élevé. Les résultats suggèrent un élargissement de la fourchette de prix pour les titres des grandes entreprises françaises (rien de robuste, en revanche, pour les petites et moyennes entreprises). Malgré cela, la TTF ne semble pas avoir affecté la capacité de résilience du marché : il n'y a aucun effet significatif sur le ratio de liquidité.

Nous avons également mesuré l'incidence de la TTF sur la volatilité des marchés. Tout comme la liquidité, la volatilité est un concept dont la mesure n'est pas univoque. Nous avons donc retenu plusieurs indicateurs, dont la valeur absolue des rendements journaliers (graphique 1.4) et l'écart entre le prix le plus élevé et le prix le plus faible observé au cours de la séance, exprimé en pourcentage du prix moyen (graphique 1.5)<sup>14</sup>. Quelle que soit la mesure utilisée, nous ne décelons aucun effet qui soit à la fois significatif et robuste sur la volatilité des marchés.

perspective, d'autres mérites. Tout d'abord, le coût de collecte est particulièrement faible. En Grande-Bretagne, par exemple, le coût de collecte pour l'État du droit de timbre sur les transactions boursières (*Stamp Duty Reserve Tax*) est de seulement 0,02 pence par livre sterling collectée, soit un coût 75 fois moins élevé que pour l'impôt sur le revenu<sup>15</sup> ! Le coût total doit aussi intégrer les coûts pour les contribuables, mais là aussi, du fait de la dématérialisation des titres, le coût est minime. Ensuite, la manne est potentiellement très importante (graphique 2). La Suisse (*Umsatzabgabe*), par exemple, collecte ainsi entre 1,5% et 2,5% de ses recettes fiscales totales, la Grande-Bretagne entre 0,5% et 1,5% et la Finlande entre 0,5% et 1%. Pour Taiwan, les revenus de la TTF dépassent même 6% de ses recettes fiscales. Et pour ceux qui craignent que la TTF ruine la compétitivité de la place financière, on remarquera que la liste ci-dessus inclut plusieurs centres financiers de premier plan. Au fond, taxer les transactions financières n'est peut-être pas une si mauvaise idée...

## ■ Une taxe pigouvienne ?

Les débats autour de la taxation des transactions financières portent invariablement sur son incidence sur la volatilité : les uns espèrent réduire l'instabilité des marchés en décourageant la spéculation, tandis que les autres s'y opposent redoutant une hausse de la volatilité par manque de liquidité. Les études empiriques ne supportent ni les premiers, ni les seconds. La TTF n'est pas une taxe pigouvienne, mais ce n'est pas non plus l'apocalypse.

Que la TTF n'ait pas d'effet sur la volatilité des marchés<sup>15</sup> est-il, au fond, si dommageable ? À vrai dire, pas vraiment, dans la mesure où cette absence d'effet est particulièrement appréciable dans l'objectif d'une taxe "classique" que l'on souhaite non-distorsive. La TTF a, par ailleurs, dans cette

Gunther Capelle-Blancard & Olena Havrylchuk  
gunther.capelle-blancard@cepii.fr

14. D'autres indicateurs, notamment plusieurs mesures de variance conditionnelle obtenues à l'aide d'un modèle GARCH(1,1), sont utilisés dans G. Capelle-Blancard & O. Havrylchuk (2013), *ibid*.

15. On aurait pu, tout de même, espérer un effet sur le *trading* haute fréquence, sauf qu'en France, la taxe ne porte que sur les achats nets de titres en fin de journée, ce qui exclut de fait les allers-retours intra-journaliers.

16. M. Hawkins & J. McCrae (2002), "Stamp duty on share transactions: Is there a case for change?", *Institute for fiscal studies*.

### LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2013  
RÉDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales  
113, rue de Grenelle  
75700 Paris SP 07  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :  
Gunther Capelle-Blancard

RÉALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION :  
DILA  
Direction de l'information  
légale et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 60 € TTC  
Europe 62 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
60,80 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
61,90 € HT  
Suppl. avion rapide 0,90 €  
Adresser votre commande à :  
**Direction de l'information légale et  
administrative (DILA)**  
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07  
commande@ladocumentationfrancaise.fr  
tél. : 01 40 15 70 01

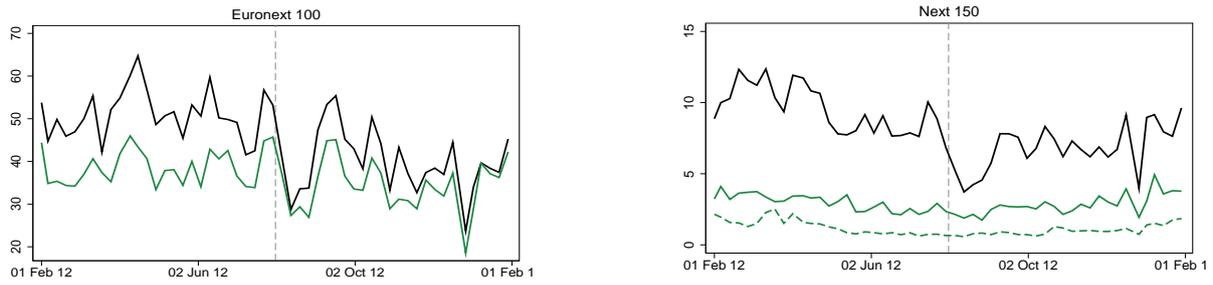
Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)  
ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

26 mars 2013  
Imprimé en France par le  
Centre d'Analyse Stratégique

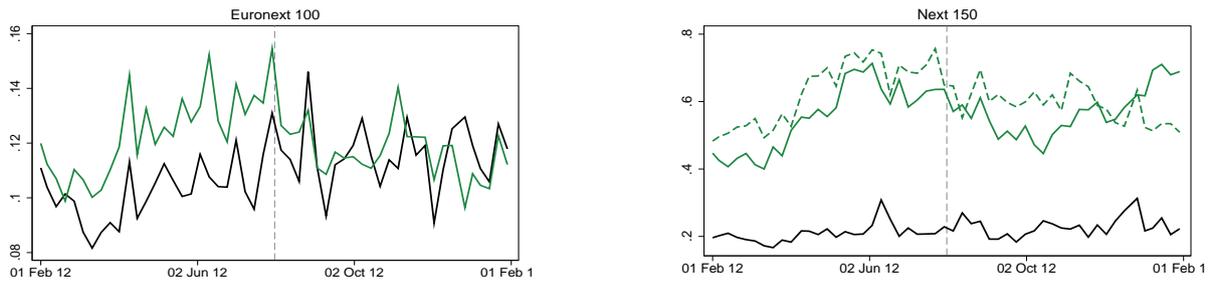
Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du CEPII. Les  
opinions qui y sont exprimées sont celles  
des auteurs.

Graphique 1 – Évolution de la liquidité et de la volatilité des actions cotées sur Euronext

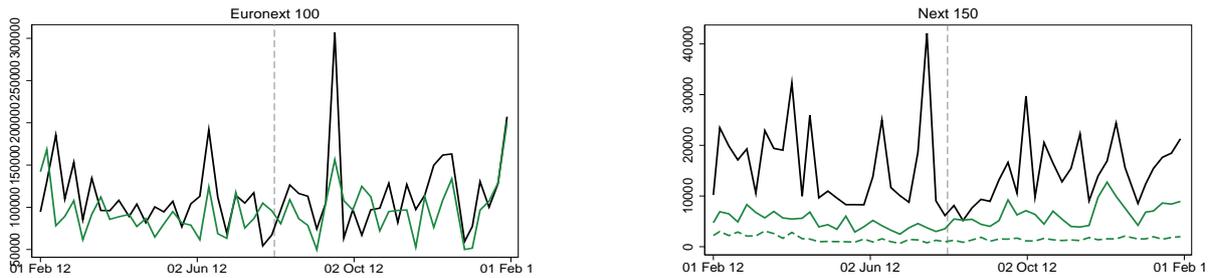
1.1 Volume journalier (en millions d'euros)



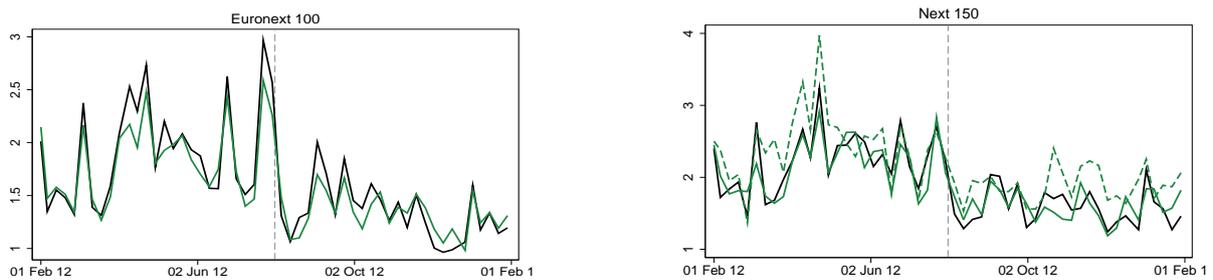
1.2 Fourchette de prix (écart des cours vendeur et acheteur, en %)



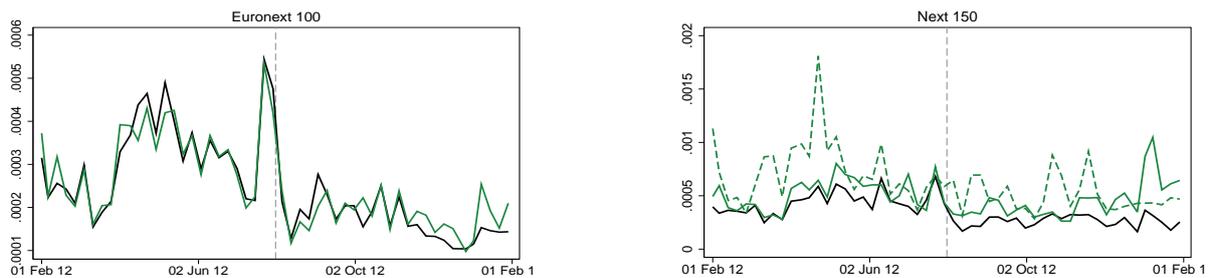
1.3 Ratio de liquidité



1.4 Volatilité (valeur absolue des rendements journaliers)



1.5. Amplitude de prix (écart entre le prix le plus élevé et le prix le plus faible observé au cours de la séance, exprimé en pourcentage du prix moyen)



*Légende* : En noir, les titres soumis à la taxe ; en vert, les titres non-taxés (en trait plein les titres étrangers, en pointillés les titres français exemptés).  
*Lecture* : L'écart entre les courbes permet d'apprécier l'effet de la TTF : lorsque, par exemple, dans le cadran en haut à gauche, la courbe noire se rapproche de la courbe verte, cela traduit une baisse des volumes de transaction pour les actions soumises à la taxe, relativement à celles qui ne le sont pas.  
*Source* : G. Capelle-Blancard et O. Havrylychuk (2013).

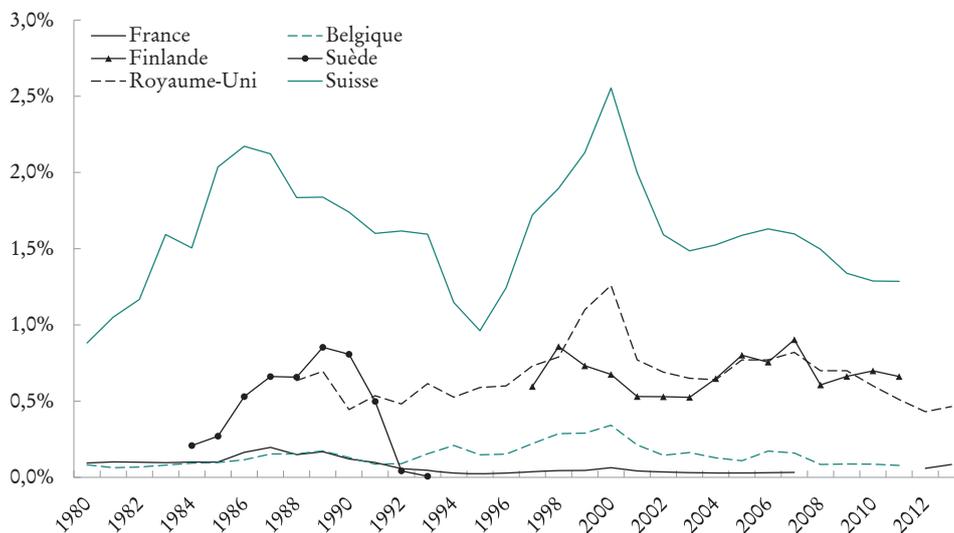
Tableau 1 – Synthèse des études empiriques sur l'effet de la taxation des transactions financières

Étude	Échantillon	Effet sur les volumes	Effet sur la volatilité
Roll (1989)	23 pays (1987-1989)		Nul
Umlauf (1993)	Suède (1984-1986)	Négatif	Non-conclusif
Saporta & Kan (1997)	Royaume-Uni (1963-1986)		Nul
Hu (1998)	Asie Sud-Est (1977-1993)	Négatif (pour les petites capitalisations)	Non-conclusif
Baltagi, Li & Li (2006)	Chine (1997)	Négatif	Positif (mais pas d'échantillon témoin)
Liu (2007)	Japon (1989)	Négatif	
Phylaktis & Aristidou (2007)	Grèce (1998-2000)		Nul (sauf quand le marché est haussier)
Sahu (2008)	Inde (2004)	Négatif	Nul
Liau (2012)	Taiwan (1998-2007)		Positif (mais pas d'échantillon témoin)
Pomeranets & Weaver (2012)	États-Unis (1932-1981)	Négatif	Nul

Source : Auteurs. Les références précises sont disponibles dans Capelle-Blancard & Havrylychuk (2013).

6

Graphique 2 – Revenus liés à la TTF (en % des recettes fiscales totales)



Source : OCDE (DOI: 10.1787/tax-data-fr) sauf pour le Royaume-Uni (HM Revenue and Customs, Commission européenne (SEC(2011) 1102 final, Vol. 9). Pour la France : Impôts de bourse jusqu'en 2007 ; les recettes de la TTF était initialement estimée à 537 millions pour le second semestre 2012 et à 1,6 milliard en 2013 ; les dernières estimations font toutefois état de recettes deux fois moins élevées (c'est l'hypothèse retenue ici). La TTF suédoise a été supprimée en 1993. Compilation des auteurs.