

Le Monde

Remettre l'intérêt général au cœur de l'activité économique

Le Monde.fr | 05.11.2012 à 09h13 Par **Didier Marteau**, professeur à ESCP Europe et conseiller Aon France

La nouvelle taxe sur les transactions financières, dont le principe vient d'être adopté par quelques grands pays européens, repose sur des objectifs manquant singulièrement de clarté. Appelée parfois de manière impropre "taxe Tobin", taxe proposée en 1972 par le futur [Prix Nobel](#) d'économie pour réduire la volatilité du cours des [devises](#) et protéger l'autonomie de la [politique](#) monétaire, elle est aussi qualifiée de taxe "anti-spéculative", alors que le projet de directive européenne lui assigne en préambule un autre objectif, celui de "faire [supporter](#) au secteur financier une partie des coûts de la crise".

La lecture économique de cet objectif est très enrichissante. Les autorités européennes considèrent implicitement que certaines activités bancaires produisent des externalités négatives, c'est-à-dire impliquent un coût collectif non supporté par les institutions individuelles qui en sont à l'origine. Pour [lutter](#) contre ces externalités, l'économiste britannique Pigou (1877-1959) proposait de [taxer](#) les agents économiques en cause afin de leur [faire supporter](#) une partie de l'écart entre le coût [social](#) et le coût privé de leur activité. C'est ce que propose implicitement l'[Europe](#), mais sans [aller](#) jusqu'au bout de sa logique, retenant pour assiette principale de la taxe les transactions sur actions et sur obligations, instruments du financement à long terme de l'économie, dont on peut difficilement [affirmer](#) qu'elles soient à l'origine de la crise financière.

De plus, la limitation du périmètre géographique d'application de la taxe conduira inévitablement les banques londoniennes, qui ne sont pas soumises à l'accord européen, refusé par la Grande-Bretagne, à [proposer](#) des produits dérivés sur actions répliquant parfaitement le comportement des titres, tels les CFDs, contrats sur différence. L'acheteur d'un CFD reçoit la hausse du [titre](#) sous-jacent ou verse la baisse, sans détenir l'action.

Mais le détournement éventuel de la nouvelle réglementation n'est pas le plus grave. L'assiette de la future taxe est surtout mal calibrée, car non discriminante à l'égard de l'objectif affiché. Seule la taxation à 0.01% des achats de CDS (*credit default swaps*) "nus", c'est-à-dire des opérations de spéculation sur le défaut des Etats, s'inscrit clairement dans la logique de lutte contre les externalités. Un CDS sur une obligation souveraine est un contrat par lequel l'acheteur s'engage à [verser](#) régulièrement un flux d'intérêt contre le paiement par le vendeur, en cas de défaut de l'Etat, du montant nominal de l'obligation.

Le défaut de l'Etat est donc l'événement qui déclenche le gain de l'investisseur. On peut évidemment [discuter](#) de la dimension morale de l'opération. Mais l'externalité négative apparaît lorsque l'on s'intéresse au comportement de celui qui vend le CDS, généralement une banque, et cherche à se [couvrir](#). Devant [effectuer](#) un paiement en cas de défaut, la banque va se [couvrir](#) en vendant à terme des obligations souveraines, contribuant à la baisse de leur prix et donc à une hausse du taux d'intérêt à long terme, qui représente clairement un coût collectif.

Les autorités européennes doivent [aller](#) au bout de leur logique en substituant à la taxe Tobin une taxe Pigou, appliquée à une assiette indiscutable, composée des transactions bancaires productrices d'externalités négatives. C'est le sens du projet européen. Dans les banques, le portefeuille de produits dérivés est valorisé à la "*juste valeur*", qui est le "*prix de marché*" pour les produits liquides, le "*prix de modèle*" dans les autres cas. L'incertitude entourant les valorisations au prix de modèle, difficilement contrôlables et exposées à des variations dont les conséquences peuvent être systémiques, rend légitime le choix d'une telle assiette. Elle regroupe principalement les produits structurés de crédit, dont on oublie qu'ils sont à l'origine de la crise financière 2007-2008. Une partie des crédits immobiliers octroyés par les banques américaines était en effet titrisée, avant d'être rachetée sous [forme](#) d'obligations hypothécaires ou de produits structurés (CDO...), offrant une parfaite réplique des flux associés au portefeuille de [crédits](#), mais inscrits au bilan en tant qu'actifs financiers et donc valorisés à la... "*juste valeur*".

Cette opération de substitution d'un actif financier à un portefeuille de crédits est une opération d'arbitrage comptable très attractive : en l'absence de marché liquide, ces produits structurés de crédit sont valorisés au prix de modèle, par nature discrétionnaire et autorisant la "*fabrication*" de résultats latents dont la confrontation avec la réalité peut un jour déclencher une crise de nature systémique. Dans les banques d'investissement, les valorisations au prix de modèle représentent souvent plus de 90 % des valorisations du portefeuille de produits dérivés. Certains dérivés sont même valorisés sur la base de "*prix de modèle à paramètres non observables*", ce que les opérateurs appellent entre eux le... "*mark to myself*". Voilà la véritable assiette d'une taxe Pigou, dont l'enjeu de la mise en place va bien au-delà de l'obtention de recettes supplémentaires et n'est autre que de [remettre](#) l'intérêt général au coeur de l'activité économique.

Didier Marteau, professeur à ESCP Europe et conseiller Aon France