

TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES

RELÈVEMENT DU TAUX DE LA TAXE EN 2025

Étude d'impact

Résumé

La taxe sur les transactions financières (TTF), applicable aux achats d'actions de sociétés françaises dont la capitalisation dépasse 1 milliard d'euros, a vu son taux relevé de 0,3 % à 0,4 % le 1^{er} avril 2025. Dans le contexte des discussions parlementaires en cours concernant une évolution de la TTF, l'AMAFI a souhaité objectiver les éventuels effets de ce récent relèvement.

La présente analyse, fondée sur des données de marché fournies par la société Big xyt, compare, avant et après la hausse, l'évolution de plusieurs indicateurs clés de marché : les volumes échangés, l'écartement entre prix d'achat et de vente (*spreads*) et la volatilité des cours des titres taxés et non taxés, en France et dans plusieurs pays européens (Allemagne, Espagne, Italie, Royaume-Uni).

Un triple constat se dégage :

- Les actions françaises soumises à la TTF ont connu une progression des volumes nettement moindre que celle observée dans les autres pays, voire un recul après la hausse du taux. À l'inverse, les actions françaises non taxées ont suivi la tendance haussière observée ailleurs.
- Les *spreads* des actions françaises taxées se sont légèrement élargis à l'annonce de la hausse du taux, pour revenir ensuite à des niveaux comparables à ceux des autres marchés.
- La volatilité est restée comparable entre marchés.

S'il n'est pas possible d'attribuer ce constat exclusivement au relèvement du taux, l'évolution défavorable des volumes sur les actions françaises taxées confirme que la TTF pèse sur l'attractivité relative des titres français, et sur la compétitivité des entreprises françaises concernées, via le rehaussement de leur coût du capital et donc la dégradation de leur capacité à se financer par le marché. Ce résultat ne peut laisser indifférent alors qu'il est maintenant largement reconnu que les transitions que doivent mener les entreprises, y compris les grandes, nécessitent des investissements considérables et de long terme, impliquant le renforcement de leurs fonds propres.

La bonne tenue des *spreads* et la volatilité maîtrisée soulignent par ailleurs le rôle déterminant des activités exemptées de tenue de marché et de négociations intra-journalières dans le maintien de la fluidité des échanges et du bon fonctionnement du marché actions français.

Ces constats sont par ailleurs conformes à ceux établis par différentes études conduites lors l'introduction de la TTF (*v. infra*).

Depuis la création de la taxe sur les transactions financières (TTF) en 2012, l'AMAFI s'est fortement mobilisée pour assurer que le financement des entreprises par les fonds propres que procurent les marchés soit préservé. L'Association a aussi accompagné la mise en œuvre opérationnelle de la taxe afin d'assurer que les conditions de sa collecte soient les plus efficaces possibles.

Depuis lors, l'Association réalise un suivi continu du dispositif en favorisant notamment sa bonne compréhension par l'ensemble des acteurs concernés au travers de la publication d'un [guide de référence](#) mis à jour annuellement, du suivi du [rendement de la taxe](#), et d'un dialogue continu avec les autorités.

Alors que les débats budgétaires actuels comportent des mesures visant à réhausser la contribution de la taxe, l'analyse des effets de ce relèvement sur la volatilité et la liquidité (volume et *spreads*) des titres concernés doit contribuer à éclairer les réflexions en cours. Si quelques études ont en effet été menées après l'instauration de la taxe (*v. infra I.B*), l'Association a souhaité examiner ces effets à l'occasion de la hausse du taux de 0,3 à 0,4 % intervenue le 1^{er} avril 2025, en s'appuyant sur des données de marché, que la société big xyt lui a fournies.

L'objet de la présente étude est ainsi de déterminer si la récente augmentation du taux de 0,3 à 0,4 %, intervenue le 1^{er} avril 2025, a pu avoir un impact sur la liquidité, en volume et en qualité, des valeurs françaises concernées.

I. RAPPELS

A. LA TAXE SUR LES TRANSACTIONS FINANCIÈRES - PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES

Une taxe sur les transactions financières (TTF) a été instaurée par la loi du 14 mars 2012 ([loi de finances rectificative pour 2012](#)). Son dispositif a été plusieurs fois modifié (notamment par les lois de finances pour 2017, 2018, 2019 et 2025).

Elle comprend aujourd'hui¹ deux volets distincts : (i) une **taxe sur les acquisitions de titres de capital**² et (ii) une **taxe sur les opérations à haute fréquence**³, la première, appelée communément TTF, contribuant à la quasi-totalité des montants collectés et faisant l'objet de la présente étude.

Champ d'application et exemptions

Une opération est soumise à la TTF dès lors qu'elle consiste en **une acquisition à titre onéreux** d'un titre de capital, qui donne lieu à **un transfert de propriété** à la date de règlement-livraison. Les **titres de capital soumis** à la TTF sont les actions et instruments donnant accès au capital ou les certificats représentatifs d'actions, émis par des sociétés ayant leur **siège social en France** et présentant une

¹ La taxe dite CDS (CGI, art. 235 ter ZD ter) et portant sur certains contrats d'échange sur défaut (*credit default swaps*) a été supprimée le 1^{er} janvier 2019.

² Taxe sur les acquisitions de titres de capital ([CGI, art. 235 ter ZD](#)).

³ Taxe sur les opérations à haute fréquence ([CGI, art. 235 ter ZD bis.](#))

capitalisation boursière supérieure à 1 milliard d'euros au 1^{er} décembre de l'année précédente⁴. Le titre doit par ailleurs être **admis à la négociation sur un marché réglementé** (ou reconnu comme tel au sens européen), tandis que l'acquisition peut être réalisée sur tout marché et en gré-à-gré.

La TTF prévoit plusieurs exemptions (9 au total) destinées à ne pas pénaliser les activités contribuant au bon fonctionnement des marchés. Ainsi, sont **explicitement exonérées** les opérations réalisées dans le cadre d'un contrat **de liquidité et celles de tenue de marché**, qu'elles concernent la cotation à l'achat et à la vente sur le carnet d'ordres (qui apporte une liquidité régulière et continue), la facilitation d'ordres de clients ou les opérations de couverture associées. Ces exonérations visent à préserver la liquidité et la profondeur du marché, en garantissant que la taxe ne freine pas la fluidité des échanges et n'entrave pas le processus de formation des prix.

Assiette et évolution du taux

L'assiette de la taxe correspond à la **valeur d'acquisition** des titres, hors frais : elle s'applique donc à la **position nette acheteuse** à la date de règlement-livraison. Ainsi, les achats et ventes sont compensés et la taxe est calculée en fin de journée sur le solde net positif des titres acquis, hors exemptions.

Le taux applicable à l'introduction de la taxe le 1^{er} août 2012, initialement fixé à 0,10 %, a été immédiatement rehaussé à 0,2 %, pour être ensuite relevé à 0,3 % le 1^{er} janvier 2017.

La récente augmentation du taux de 0,3 % à 0,4 % a été **formellement adoptée le 15 février 2025**, pour une **entrée en vigueur au 1^{er} avril 2025**, l'intervalle consistant en une période de transition nécessaire notamment pour la mise à jour des systèmes d'Euroclear France, entité en charge du recouvrement de la taxe.

B. PRÉCÉDENTES ÉTUDES SUR L'IMPACT DE LA TTF

Différentes études ont visé à établir l'impact de la mise en place de la TTF sur le marché des actions françaises visées, telles que l'étude de l'AMF de 2014⁵, celle de L. Becchetti, M. Ferrari et U. Trenta parue fin 2014⁶, et celle de J.E. Colliard et P. Hoffmann publiée en 2017⁷.

Avec des méthodes différentes, ces études arrivent à des conclusions similaires s'agissant :

- d'une **dégradation marquée de la liquidité en volume**, avec une baisse permanente des volumes de négociation pour les valeurs françaises visées par la taxe de l'ordre de 10 %,
- d'un **impact faible à neutre sur la qualité de la liquidité**, qu'elle soit mesurée par l'écart de prix entre acheteurs et vendeurs (*bid-offer spread*), les quantités présentes aux meilleures

⁴ La liste des valeurs soumises à la TTF est publiée chaque année par l'administration fiscale ([lien 2025](#)).

⁵ AMF, [Risques et tendances N° 14 : Quels risques macrofinanciers pour 2014 ?, p. 47s.](#)

⁶ L. Becchetti, M. Ferrari, U. Trenta, Journal of Financial Stability, December 2014, [The impact of the French Tobin tax](#).

⁷ J.E. Colliard, P. Hoffmann, ECB Working Paper Series, [Financial transaction taxes, market composition, and liquidity](#).

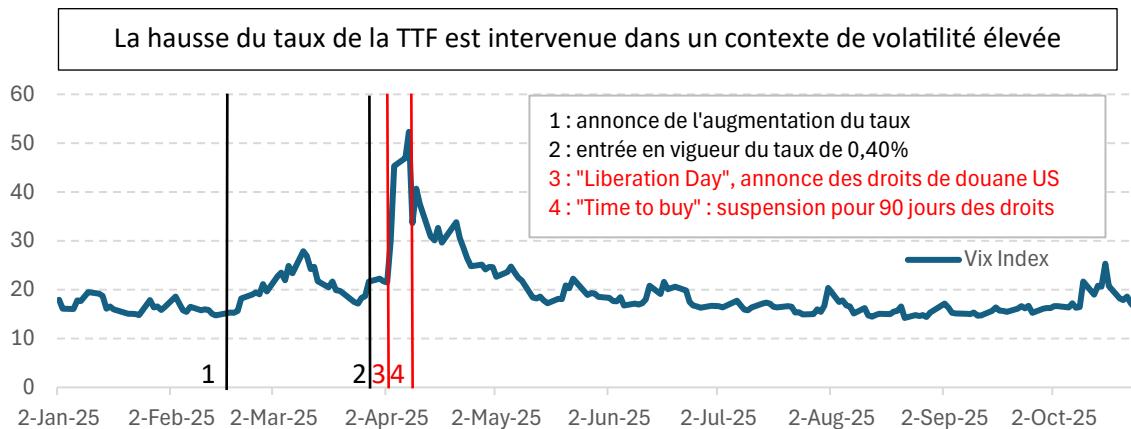
limites, les mesures d'impact prix (Amihud⁸) ou la volatilité intra-journalière, résultat cohérent avec le rôle positif et prépondérant des teneurs de marché, dont l'activité est exemptée de la taxe.

Par ailleurs, différentes études théoriques et empiriques⁹ convergent vers l'**effet négatif d'une TTF sur le coût du capital pour les entreprises**, conséquence de la baisse de l'appétit des investisseurs pour les actions taxées, de la baisse de la valorisation de ces dernières et finalement du rehaussement des attentes des investisseurs quant à la performance des entreprises visées.

II. MÉTHODOLOGIE UTILISÉE

La hausse du taux de la taxe est intervenue dans un contexte dont il convient de tenir compte dans le cadre de cette étude, avec :

- Une annonce de la hausse du taux intervenue plusieurs semaines avant son entrée en vigueur effective, la période intermédiaire ayant pu être mise à profit par les acteurs du marché pour anticiper la hausse et adapter leurs portefeuilles et stratégies d'investissement.
 - Surtout, l'entrée en vigueur du taux de 0,40 % a presque coïncidé avec l'épisode de très forte volatilité et d'activité intense sur les marchés (dont témoigne l'évolution de l'indice de volatilité Vix, v. infra) induit par l'annonce d'une hausse sans précédent des droits de douane par l'administration américaine.



Ce contexte accroît l'importance d'approcher l'impact de la hausse du taux de manière relative, par comparaison entre les actions françaises visées et des échantillons de contrôle constitués d'actions non impactées par la taxe.

⁸ Le ratio d'Amihud (2002) évalue l'impact du volume sur le prix (en synthèse, plus un petit volume de transactions provoque une grande variation de prix, plus le titre est illiquide).

⁹ On pourra se référer à [Fraichot, 2018](#), qui fournit une récapitulation de ces études.

Sur ces bases, la méthodologie mise en œuvre a consisté à définir :

- A. Des **périodes** d'observations cohérentes avec les différentes phases de l'annonce de cette augmentation,
- B. Des **portefeuilles** de valeurs stables permettant une approche par comparaisons,
- C. Des **indicateurs d'impact**, aussi bien quantitatifs (volumes échangés) que qualitatifs (telle que la tenue du carnet d'ordres, mesurée par la volatilité et le *spread*).

A. PÉRIODES D'OBSERVATION

Trois périodes d'observation ont été retenues¹⁰ :

- **Une première période, notée P1, antérieure à l'adoption de l'augmentation de la TTF**, s'étendant du 2 janvier au 14 février, l'augmentation ayant été adoptée le samedi 15 février.
Cette période sert de **référence d'une activité non influencée par une évolution de la TTF**, les discussions parlementaires n'ayant pas encore débuté sur ce sujet à ces dates. La date du 2 janvier a été choisie afin d'assurer la stabilité du portefeuille de titres soumis à la taxe sur l'ensemble des trois périodes d'observation (la liste des titres soumis étant révisée en fin d'année).
- **Une seconde période P2, comprise entre l'adoption de l'augmentation et son entrée en vigueur**, soit du lundi 17 février (qui correspond au premier jour de bourse après adoption de l'augmentation) au 27 mars (les transactions du 27 mars se déroulant le 31 mars, cela correspond au dernier jour d'exécution avant l'augmentation effective de la TTF au 1^{er} avril).
Cette période vise à identifier **une éventuelle anticipation** du relèvement de la taxe par les acteurs de marché.
- **Une troisième période P3, postérieure à l'entrée en vigueur de l'augmentation**, s'étendant du 28 mars (les transactions exécutées à cette date se déroulant le 1^{er} avril) au 8 octobre, date à laquelle il a été décidé d'arrêter la collecte des données postérieures à l'entrée en vigueur pour les besoins de l'étude.
Cette période permet **d'étudier les effets potentiels de l'entrée en vigueur** du nouveau taux de taxation.

B. PORTEFEUILLES DE VALEURS PAR PAYS

Afin de mesurer l'impact du relèvement de la taxe en comparant la situation française aux évolutions observées sur d'autres marchés, en distinguant les valeurs selon leur capitalisation boursière, à l'instar de la segmentation utilisée en France pour déterminer l'assujettissement à la TTF, deux portefeuilles ont été constitués pour chaque pays, désignés respectivement Tier 1 et Tier 2.

¹⁰ Les périodes sont données en date d'exécution, soit 2 jours ouvrés avant le déroulement qui matérialise les transferts de propriété, élément générateur du calcul de la taxe.

- **Les portefeuilles Tier 1** comprennent les valeurs dont la **capitalisation boursière est supérieure à 1 milliard d'euros** (soit le seuil d'applicabilité de la TTF en France), pour la France et plusieurs pays dotés (Espagne - ES, Italie - IT et Royaume-Uni - GB) ou non (Allemagne - DE) d'une TTF.
- **Les portefeuilles Tier 2** comprennent les **valeurs dont la capitalisation boursière est comprise entre 200 millions d'euros et 1 milliard d'euros** (la limite inférieure de 200 millions d'euros a été définie afin d'exclure les valeurs petites et moyennes, dont les comportements sont parfois aléatoires) pour ces mêmes pays, à l'exclusion de l'Italie, car ce pays appliquant une TTF pour les capitalisations de plus de 500 millions d'euros, son portefeuille Tier 2 n'aurait pas été homogène avec les portefeuilles Tier 2 des autres pays¹¹.

Pour chaque couple portefeuille-pays ont été sélectionnées les valeurs répondant aux critères de capitalisation boursière mentionnés, sur une constatation des capitalisations au 2 décembre 2024, conformément à la méthode adoptée en France pour l'élaboration de la liste des valeurs soumises à la TTF.

Nombre de valeurs par portefeuille

| Pays | Portefeuille | Nombre de valeurs |
|-----------------|--------------|-------------------|
| Allemagne | Tier 1 | 115 |
| | Tier 2 | 83 |
| Espagne | Tier 1 | 58 |
| | Tier 2 | 24 |
| France | Tier 1 | 118 |
| | Tier 2 | 92 |
| Grande Bretagne | Tier 1 | 242 |
| | Tier 2 | 285 |
| Italie | Tier 1 | 65 |
| Total | | 1082 |

Ont d'autre part été exclues les valeurs ayant fait l'objet d'une opération sur titre (IPO, retrait, fusion, etc.) ayant pu avoir un impact sur les cours durant les périodes d'observation, afin de ne pas fausser les séries temporelles : les portefeuilles sont **constants dans leur composition, pour chaque pays et pour chacune des trois périodes d'observation**.

¹¹ La taxe espagnole s'applique aux sociétés dont la capitalisation est supérieure à 1 milliard d'euros, comme en France et le *UK stamp* britannique à toutes les actions, ce qui permet de conserver l'homogénéité du portefeuille.

C. LES INDICATEURS D'IMPACT

Pour chaque triplet **Période-Tier-Pays**, les indicateurs suivants sont calculés¹².

- **La liquidité** : moyenne des volumes quotidiens échangés sur l'ensemble des plateformes d'exécution pour les valeurs de chaque portefeuille et pour chaque période,
- **Le spread** : le *spread* est l'écart entre le prix à l'achat et à la vente d'une valeur. Un *spread* (exprimé en point de base par rapport au prix moyen) est constaté par intervalle de temps pour chaque plateforme où la valeur est négociée et sur chaque valeur du portefeuille, une moyenne quotidienne pondérée par les volumes exécutés sur chaque plateforme et chaque valeur est ensuite calculée.
- **La volatilité** : moyenne des volatilités quotidiennes des valeurs de chaque portefeuille, pour chaque période. La volatilité quotidienne est la moyenne journalière des mesures de la volatilité observée (et non exécutée) toutes les minutes sur le marché principal¹³ de chaque valeur du portefeuille.

Aucun ajustement sectoriel (dont le but aurait été de lisser les écarts de composition sectorielle entre les portefeuilles, les secteurs n'ayant pas forcément eu un comportement homogène sur les périodes), ni ajustement sur le flottant des valeurs des portefeuilles (nous observons généralement une corrélation entre le flottant et la liquidité) n'ont été effectués : les valeurs des portefeuilles sont équipondérées pour les calculs des indicateurs.

III. RÉSULTATS OBSERVÉS

Les indicateurs d'impact, liquidité (A.), *spread* (B.) et volatilité (C.), ont été calculés par marché et par période pour les portefeuilles Tier 1 et 2. Les résultats des périodes 2 et 3 sont normalisés par la moyenne de la période 1.

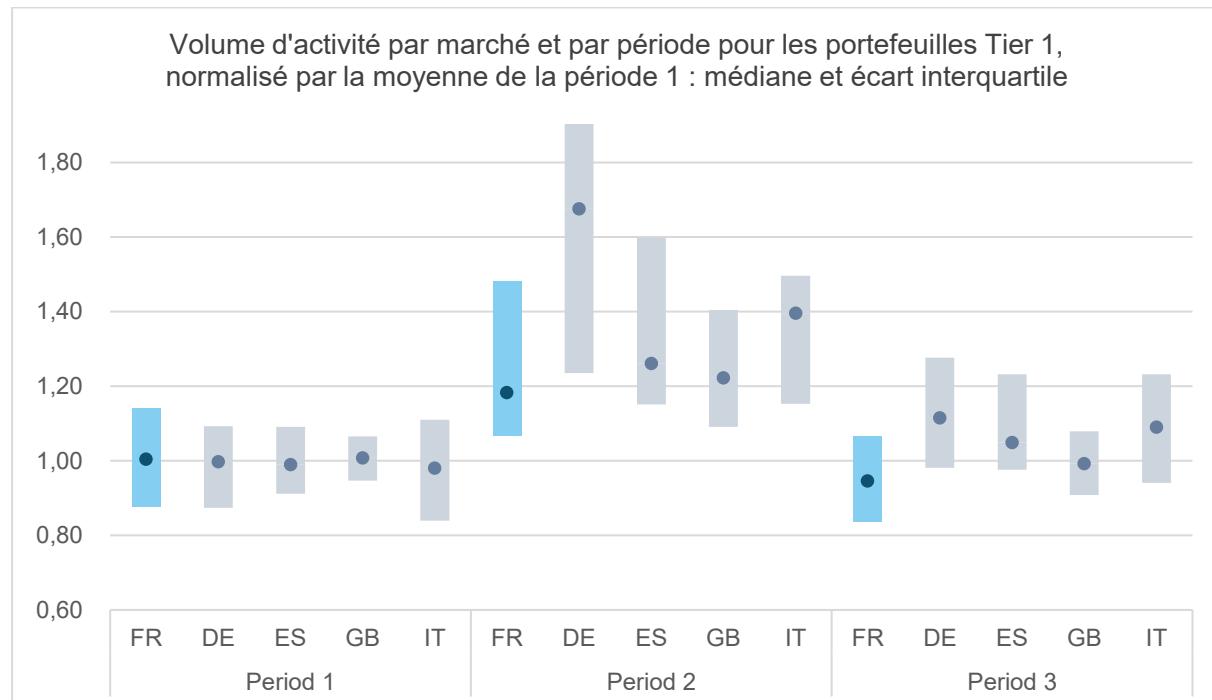
Pour chaque marché et période, la médiane, ainsi que l'écart interquartile sont calculés. L'écart interquartile est une mesure de dispersion qui s'obtient en faisant la différence entre le troisième et le premier quartile d'un ensemble de données. Plus simplement, il quantifie la dispersion des 50 % médians, en éliminant 25 % des données les plus élevées et 25 % des plus basses, minimisant ainsi l'influence des valeurs extrêmes.

¹² Une définition des indicateurs est donnée en annexe.

¹³ C'est sur le marché principal que la formation de prix est considérée comme la plus fiable, du fait des volumes et de la profondeur de marché qu'il présente. Considérer des lieux d'exécution alternatifs peu liquides est de nature à fausser les mesures avec des données ne reflétant pas toujours la dynamique réelle du titre.

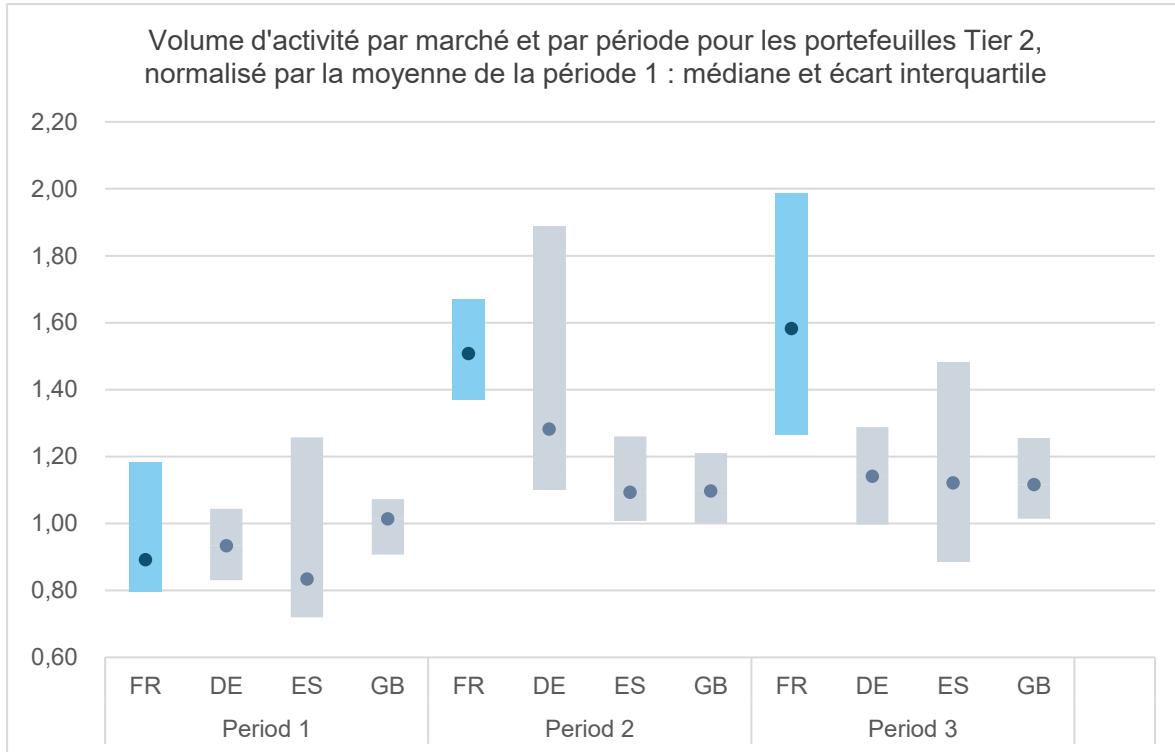
A. LA LIQUIDITÉ

Sur les portefeuilles Tier 1 (valeurs dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 milliard d'euros) : pour les **valeurs françaises soumises à la TTF**, il est observé une augmentation de la liquidité légèrement plus faible que celle constatée dans les autres pays, en période 2, et même une baisse en période 3 alors que, sur cette période, la liquidité se maintient à des niveaux supérieurs à ceux de la période 1 pour les autres pays de référence.



Sur les portefeuilles Tier 2 (dont les valeurs ont une capitalisation boursière comprise entre 200 millions d'euros et 1 milliard d'euros), il est observé, sur les **valeurs françaises, non soumises à la TTF**, une augmentation de la liquidité très supérieure à celles des autres pays européens en période 2, augmentation qui se maintient en période 3, période où est constatée une moindre augmentation dans tous les autres pays européens.

On notera la situation spécifique de l'Allemagne en période 2, correspondant à la vague d'achats des valeurs allemandes qui a suivi l'annonce, le 4 mars, par le chancelier Merz, d'un plan massif d'investissement marqué par la levée de la limite d'endettement pour les projets de défense et la création d'un fonds d'investissement de 500 milliards d'euros dans des projets d'infrastructure.

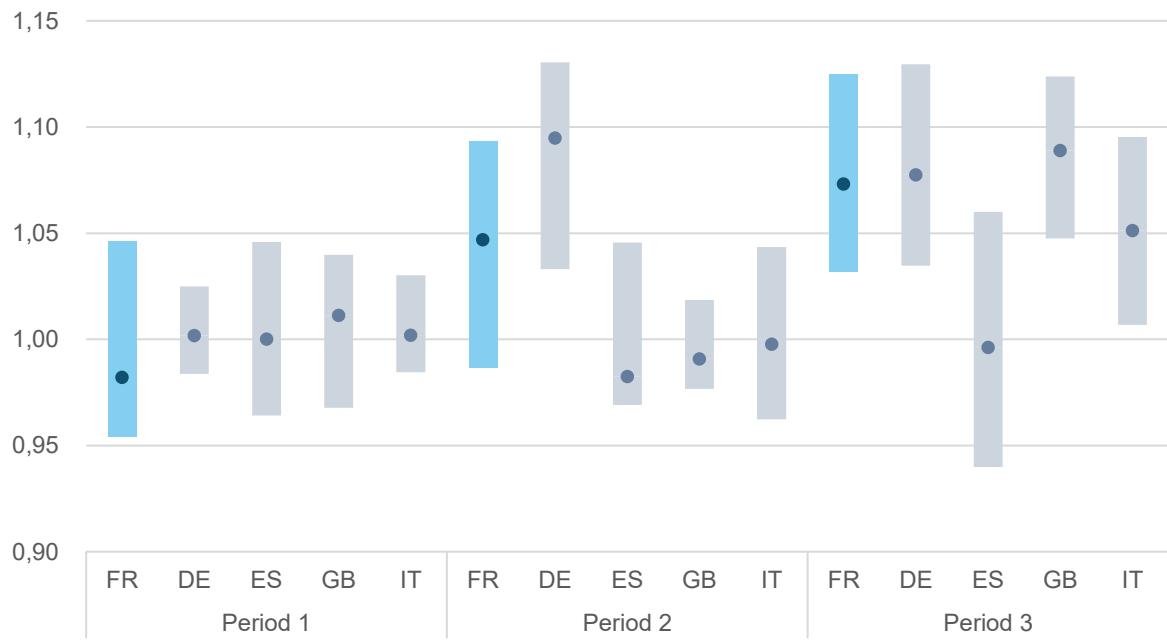


B. LES SPREADS

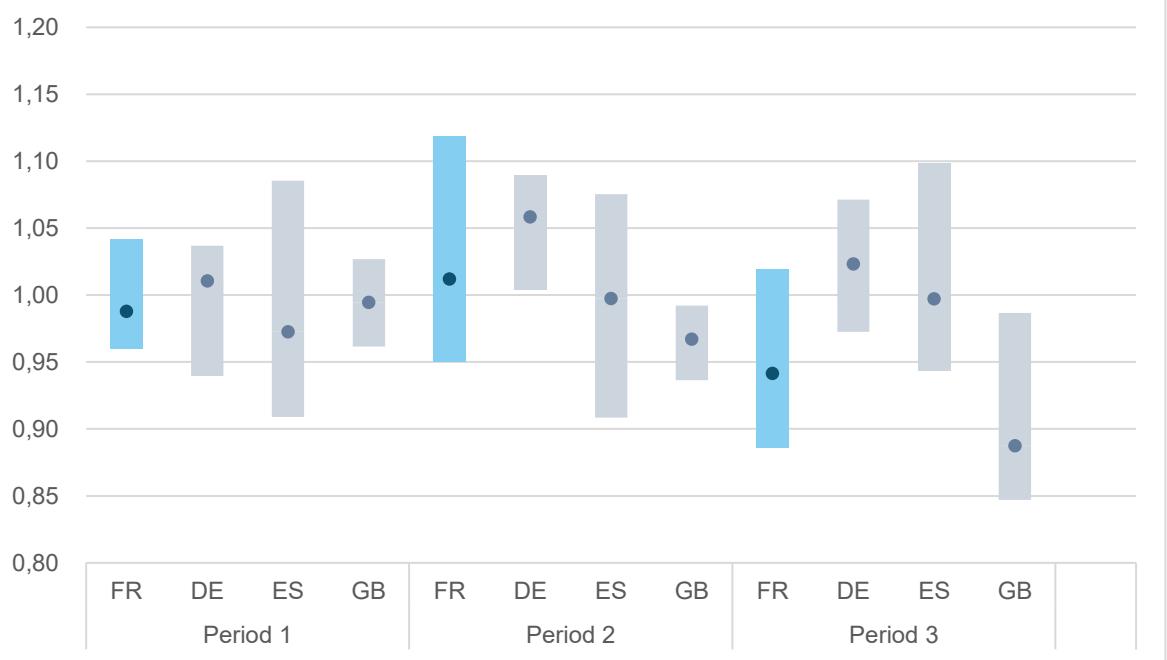
Sur les portefeuilles Tier 1 : nous notons un écartement plus prononcé en période 2 des *spreads* pour la France en comparaison des autres pays (à l'exception de l'Allemagne qui là aussi se distingue par de fortes augmentations). Cette différence s'estompe ensuite en période 3, où les *spreads* pour la France reviennent à des niveaux similaires à ceux observés dans les autres pays.

Sur les portefeuilles Tier 2 : à l'exclusion du Royaume Uni qui connaît une baisse sensible sur les deux périodes, nous notons des niveaux homogènes de *spread* entre la France et les autres pays en période 2. Le *spread* se rétrécit pour la France en période 3 à des niveaux inférieurs à celui observé en période 1, alors qu'il se maintient dans les autres pays.

Spread moyen par marché et par période pour les portefeuilles Tier 1, normalisé par la moyenne de la période 1 : médiane et écart interquartile



Spread moyen par marché et par période pour les portefeuilles Tier 2, normalisé par la moyenne de la période 1 : médiane et écart interquartile

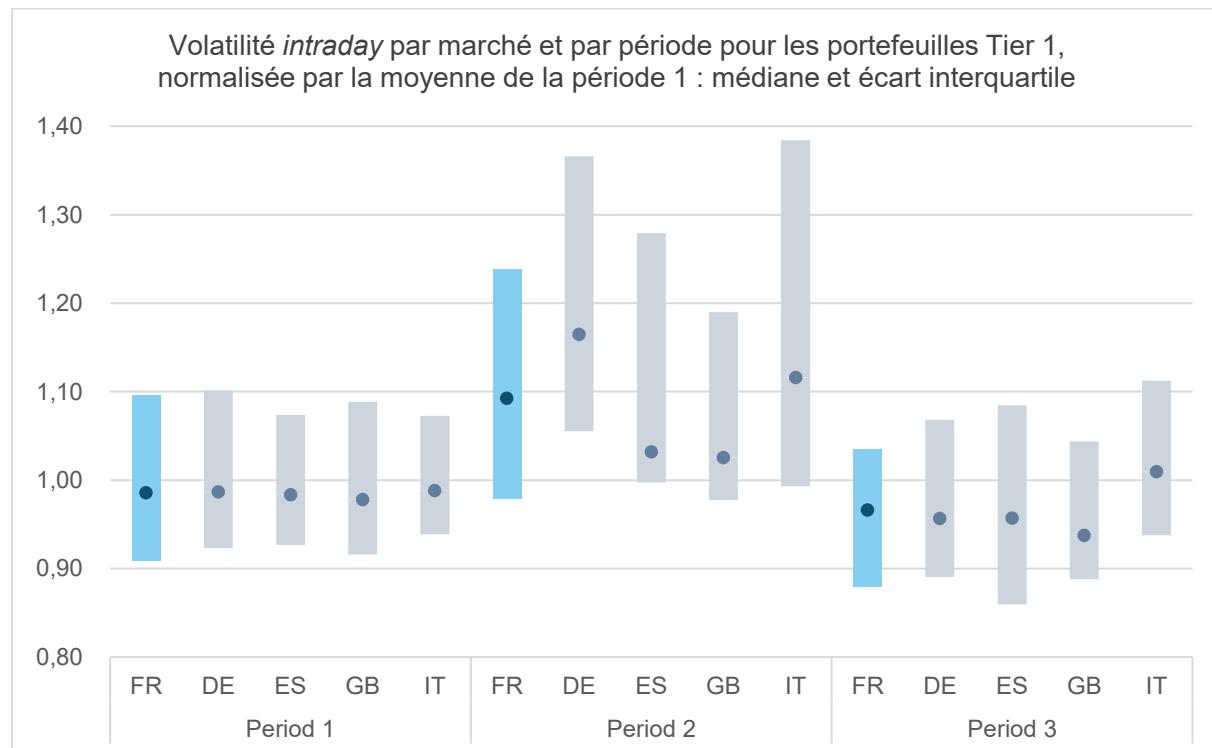


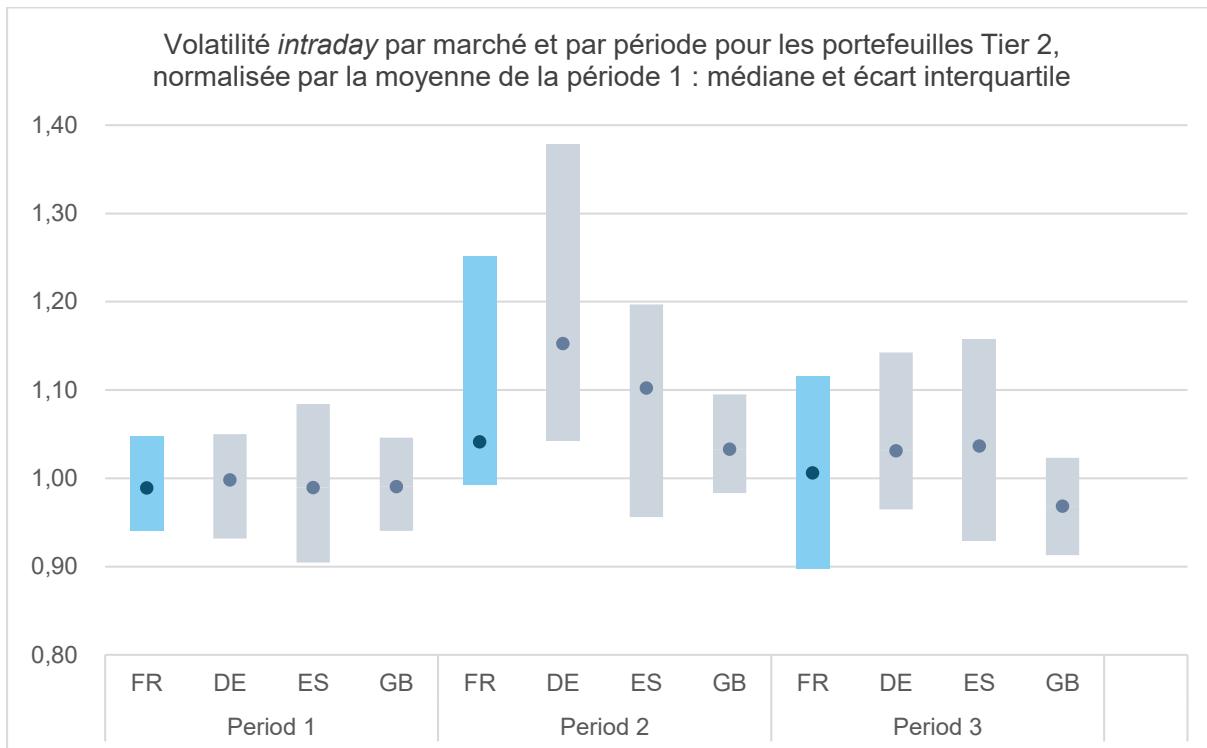
C. LA VOLATILITÉ

Sur les portefeuilles Tier 1 : il est observé une **augmentation générale de la volatilité**, en France comme dans les autres pays en période 2. La volatilité diminue ensuite en période 3 à des niveaux inférieurs à ceux observés en période 1, la France restant dans une évolution cohérente avec **celle observée pour les autres pays**.

Sur les portefeuilles Tier 2 : il est observé la même tendance.

Il est à noter que l'Allemagne se distingue par des valeurs au-dessus des autres pays en période 2 (ce qui peut être imputable à l'adoption le 18 mars 2025 d'un plan d'investissement massif).





IV. CONCLUSIONS

Les données montrent une **forte augmentation générale de la liquidité mesurée en volume sur l'ensemble de la période observée** (même si cette augmentation est moindre à partir du 28 mars), peut-être provoquée par les changements de politique douanière américaine¹⁴. Cette augmentation est cependant **moins prononcée en France pour les valeurs soumises à la TTF**, au point que l'on observe une baisse après l'augmentation du taux, tendance non constatée pour les valeurs françaises non soumises à la TTF, qui bénéficient de l'augmentation générale de la liquidité.

Cette moindre augmentation des volumes échangés de valeurs françaises soumises à la taxe ne se traduit ni par une détérioration de la volatilité ni par une évolution des *spreads* en fin de période qui serait propre à la France, l'écartement des *spreads* restant homogène entre tous les pays. Ce résultat pourrait sembler contre intuitif, ces deux notions qui expriment la qualité de la liquidité étant généralement corrélées aux volumes échangés. Il paraît en fait conforme aux constats des études déjà réalisées à l'occasion de l'introduction de la taxe (*v. supra*) et **confirme l'importance des activités intra-journalières et des activités de tenue de marché, et du maintien de leur exemption à la TTF, dans le maintien de la qualité du marché**.

¹⁴ Dont l'annonce officielle a été faite le 3 avril 2025.

On observe toutefois un écartement des *spreads* plus prononcé en France que dans les autres pays (hors Allemagne) pour les valeurs françaises soumises à la TTF à l'annonce de la hausse, pour revenir ensuite à des niveaux en ligne avec les autres pays européens. Cet écartement ne se retrouve pas pour les valeurs françaises non soumises à la TTF, les *spreads* se rétrécissant au contraire à l'entrée en vigueur de la hausse, de manière plus nette que dans les autres pays.

En synthèse, nous observons après l'annonce officielle du relèvement du taux de la TTF, tout comme lors de son entrée en vigueur :

- Une baisse relative du volume des transactions sur les valeurs françaises soumises à la TTF, de l'ordre de 10 %.
- Une détérioration des *spreads* plus prononcée en France, à l'annonce de la hausse du taux pour les valeurs françaises soumises à la TTF, pour ensuite revenir à des valeurs similaires à celles constatées dans les autres pays.
- Une évolution de la volatilité similaire à celle constatée dans les autres pays.

S'il n'est pas possible de conclure que ces constats résultent exclusivement du relèvement de la taxe, les facteurs pouvant influencer les marchés étant multiples et cette étude ne permettant pas d'isoler les seuls effets potentiels du relèvement du taux de la TTF, il est très vraisemblable que l'augmentation du taux de la taxe française a, comme lors de sa mise en place, contribué à dégrader l'attractivité relative pour les investisseurs des valeurs françaises visées, et donc leur liquidité. Les exemptions dont bénéficient les activités intra journalières et de tenue de marché ont toutefois permis de préserver la qualité du marché.

ANNEXE

DÉFINITION DES INDICATEURS UTILISÉS

Liquidité

La **liquidité** désigne la capacité d'un actif à être acheté ou vendu rapidement, en grande quantité, et sans impact significatif sur son prix.

Un marché est dit liquide lorsqu'il existe un volume élevé d'ordres d'achat et de vente, permettant aux investisseurs d'exécuter leurs transactions facilement et à des coûts faibles.

La liquidité dépend notamment du nombre de participants, de la profondeur du carnet d'ordres et de la fréquence des échanges.

Spread

Le **spread** correspond à l'écart entre le **prix d'achat (bid)** et le **prix de vente (ask)** d'un titre sur le marché.

Il représente le **coût immédiat de transaction** et une mesure de la **liquidité** : plus le *spread* est faible, plus le marché est liquide.

Un *spread* large peut refléter une liquidité réduite, une volatilité accrue ou un déséquilibre entre offre et demande.

Volatilité

La **volatilité** mesure l'ampleur des variations du prix d'un actif sur une période donnée.

Une volatilité élevée traduit des fluctuations importantes et fréquentes du prix, tandis qu'une volatilité faible indique une évolution plus stable.

Elle est souvent utilisée comme indicateur du **risque de marché**, car elle reflète l'incertitude des investisseurs quant à la valeur future de l'actif.

