



Taxe Tobin : une mesure forte contre l'instabilité financière.

Bruno Jetin, Suzanne de Brunhoff

► **To cite this version:**

Bruno Jetin, Suzanne de Brunhoff. Taxe Tobin : une mesure forte contre l'instabilité financière.. Les pièges de la finance mondiale, 2000. halshs-02055135

HAL Id: halshs-02055135

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-02055135>

Submitted on 3 Mar 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

To quote this paper :

S. De Brunhoff, B. Jetin (2000). "La taxe Tobin : une mesure forte contre l'instabilité financière". In, F. Chesnais et Dominique Plihon (eds), « Les pièges de la finance mondiale », La Découverte/Syros, Paris, 2000.

TAXE TOBIN : UNE MESURE FORTE CONTRE L'INSTABILITE FINANCIERE.

Suzanne de Brunhoff, Bruno Jetin.

En 1997-98 une crise monétaire et financière a touché successivement l'Asie du Sud-Est, la Russie et le Brésil, semant à chaque fois le chômage et la désolation. Elle suscite de grandes inquiétudes pour la stabilité économique mondiale, y compris des pays industrialisés. Le trouble a gagné des économistes néo-libéraux et des gouvernements occidentaux. Les interventions du Fonds Monétaire International (FMI) dans les pays "émergents" ⁰, ont surtout démontré la faiblesse de leur diagnostic et leur impuissance à contenir les crises. Au-delà des vœux pieux habituels pour une réduction de l'instabilité internationale, des propositions de réformes ont donc été faites. Insuffisantes en elles-mêmes, elles ont en outre été délaissées dès 1999, après la crise.

Ces propositions concernent d'abord l'amélioration de la gestion des institutions financières privées et publiques: transparence des opérations des banques et de celles du FMI, surveillance des bilans bancaires selon la réglementation Cooke ⁰, et d'autres mesures du même ordre. La Banque des Règlements Internationaux (BRI) a déjà promu des mesures de ce type, peut-être insuffisantes : ainsi en 1999 la BRI mise davantage sur l'auto-contrôle des banques par leurs propres modèles de régulation interne. Tout le monde y souscrit, mais les résultats apparaissent décevants.

D'autres propositions sont plus novatrices. Ainsi le néo-libéral J. Sachs préconise l'instauration d'un organisme mondial autre que le FMI. Cette nouvelle institution émettrait des liquidités pour aider un pays affecté par une panique financière brutale analogue à celle qui a dévasté des monnaies asiatiques en 1997. Elle ferait au plan international ce que la Banque centrale américaine, (la FED), a fait pour la Bourse de Wall Street, en octobre 1997: prêter sans conditions des liquidités pour bloquer le krach. Problème : quelle monnaie serait ainsi utilisée, alors qu'il n'existe pas de monnaie internationale de référence officiellement admise ?

D'autres économistes, qui ont critiqué la libéralisation totale des mouvements de capitaux par les pays " émergents " sous la pression des orientations néo-libérales du FMI, (ouverture prématurée, selon les uns, discutable en elle-même selon les autres, et qui dans tous les cas a exposé ces pays à des vagues d'entrées et sorties de fonds étrangers échappant à leur contrôle) en appellent à une modification de la doctrine du FMI. Pour faire face à l'instabilité financière internationale, une réforme du FMI.

Une réforme a ainsi été proposée dans un texte officiel français issu du Ministère des finances ⁰. Son ambition affichée est celle de la construction d'un " nouveau Bretton Woods " ⁰, c'est-à-dire d'un nouvel accord de coopération monétaire entre États. Il ne s'agit pas pour autant d'adopter un nouveau régime de change, ni d'abolir la hiérarchie internationale des monnaies fondée sur la domination des devises clés. Par contre le FMI, issu des accords de Bretton Woods de 1944, serait transformé, avec la mise en place d'un " véritable gouvernement politique du FMI, par la transformation de l'actuel Comité intérimaire en Conseil " L'actuel Comité intérimaire, composé de 24 membres du niveau ministres des finances ou gouverneurs de banques centrales, se réunit deux fois par an pour étudier les grandes orientations du FMI et les pays capitalistes développés y occupent la place principale. La réforme proposée par Bercy donnerait à ce Conseil un rôle politique et stratégique dans la prévention des crises financières. Le problème est qu'elle ne remet aucunement en cause la domination monétaire du monde par les grandes puissances. Elle n'indique pas non plus quel pourrait être le champ d'intervention du nouveau FMI, en dehors de recommandations traditionnelles sur la transparence et la circulation de l'information, et de mesures de co-gestion, avec le secteur privé, des crises financières une fois que celles-ci ont éclaté. Ces mesures de co-gestion sont déjà pratiquées. Ainsi l'Administration américaine a réuni, au début de 1998, les grandes banques internationales pour leur enjoindre de différer le remboursement de leurs crédits à la Corée du Sud : après l'éclatement de la crise !

A la demande du G7, le Président de la Bundesbank, Hans Tietmeyer, a lui aussi rédigé un rapport préconisant des mesures destinées à la stabilisation financière. Là encore, abondent les vœux pieux sur la transparence financière, la bonne gestion prudentielle des institutions financières, et une meilleure concertation entre banques centrales, organisations internationales et secteur privé. Mais aucune réforme significative n'est proposée.

Les ministres des finances français et allemands avaient proposé en décembre 1998 de limiter les fluctuations de l'euro et du dollar l'un par rapport à l'autre, par l'instauration d'une plage de variations tolérables, au-delà desquelles les autorités monétaires interviendraient. Proposition qui intéressait le gouvernement japonais, soucieux de former une véritable zone yen. Mais le refus des États-Unis et l'hostilité déclarée des milieux financiers internationaux et de la Banque Centrale Européenne à toute intervention régulatrice des États, ont contribué à la déstabilisation d'O. Lafontaine et à son éviction du gouvernement allemand.

Il faut donc aller plus loin. Le point commun à toutes les propositions officielles aujourd'hui débattues est qu'elles écartent explicitement ou implicitement toute limitation de la liberté de mouvement des capitaux, et même toute taxation de ces mouvements. Or cette libéralisation totale nourrit les excès de la finance spéculative. Sa remise en cause est devenue un préalable à toute réforme soucieuse de modérer l'instabilité monétaire et financière.

Parmi les moyens à mettre en œuvre à cet effet, une place privilégiée est ici attribuée à la taxe sur les opérations de change proposée par J. Tobin dès les années 70 (en réponse à la crise du dollar de la fin des années 60 et l'éclatement du régime de Bretton Woods). Cette taxe consiste à prélever un montant très faible – de 0,1 à 1% selon les auteurs – sur chaque transaction mettant en jeu deux monnaies différentes, (donc sur le marché des changes). Son objectif, selon J. Tobin, est de " jeter

quelques grains de sable dans les rouages trop bien huilés de la finance internationale », afin de réduire l'instabilité des taux de change provoquée par la spéculation. Il ne s'agit pas de faire de cette Taxe Tobin une panacée. Elle ne concerne pas la réforme du système monétaire international, elle ne résume pas à elle seule la question de la taxation des opérations financières. Sur ces points, comme sur d'autres, la nécessité, la volonté politique, l'opinion publique, ouvriront de nouvelles voies à la discussion et à l'action. Néanmoins, pour réduire l'instabilité monétaire et financière internationale, la pression sur les mouvements de capitaux à court terme qu'exercerait la Taxe Tobin est nécessaire. On ne peut stabiliser le marché des changes sans affronter politiquement les opérateurs internationaux (les grandes banques internationales et leurs clients) qui tirent profit de la spéculation sur les monnaies, ainsi que les gouvernements qui tolèrent cette situation.

1) Objectif, utilité et limites de la taxe Tobin

Les devises internationales servent à la fois à régler les transactions commerciales (importations, exportations, tourisme) et financières productives (investissements "réels"); et à alimenter les flux de transactions entre marchés financiers nationaux (ventes et achats de titres). L'offre et la demande de devises dépendent donc à la fois des transactions "réelles" et des transactions "financières". Le poids respectif des unes et des autres dans l'évolution des taux de change entre devises est un problème difficile, qui s'est complexifié avec l'avènement de la mondialisation, et qui fait l'objet de vifs débats entre économistes⁰. On s'accorde néanmoins à reconnaître que la finance provoque parfois des fluctuations excessives des taux de change, sans rapport direct et immédiat avec l'état de l'économie productive, mais qui perturbe celle-ci.

Un instrument de stabilisation des taux de change.

L'objectif de la taxe Tobin est, selon son auteur⁰, de lutter contre ces fluctuations excessives des taux de change. Dans le régime de changes flottants qui existe depuis 1973 entre les grandes devises, dollar, yen, aujourd'hui euro à la place du mark, les niveaux des taux de change se modifient en permanence. Les fluctuations minimales ne posent pas de problèmes majeurs aux entreprises. Par contre les fluctuations soudaines et de grande ampleur⁰ de plus de 10% par exemple, peuvent conduire les entreprises à suspendre, voire annuler leurs décisions d'investissements. Construire une usine pour exporter, par exemple, est une décision qui engage l'avenir, car il reste difficile de revendre ou de fermer une usine sans subir des pertes⁰. Par conséquent, du fait des craintes qu'elle fait peser sur la rentabilisation des investissements, la volatilité des taux de change peut ralentir l'investissement productif et la croissance. Par ailleurs, elle conduit les gouvernements à formuler des politiques économiques plus préoccupées de la façon dont les marchés financiers vont réagir, qu'orientées vers la croissance et le plein-emploi. C'est principalement le cas dans les pays émergents à monnaies dépendantes des grandes devises, comme l'a montré la crise de 1997-98, mais les pays capitalistes développés sont aussi concernés.

Aujourd'hui, on estime que 80% des transactions sur le marché des changes correspondent à des allers-retours d'une semaine, voire moins. Au quotidien, l'horizon temporel des opérateurs financiers se limite souvent à quelques heures. Dans un tel contexte, la taxe Tobin se révélerait utile en réduisant les profits que peuvent espérer les opérations spéculatives journalières et hebdomadaires sur le marché un change, sans pénaliser les opérations financières de long terme qui sont les contreparties des opérations liées au commerce international et à l'investissement productif à l'étranger.

La taxe réaliserait cet objectif en "filtrant" les opérations de change de façon extrêmement simple. Supposons qu'un opérateur financier convertisse du franc en dollar. Il paierait, par exemple, une taxe sur le change de 0,1%. S'il convertit ensuite le dollar en franc, il paiera à nouveau la même taxe de 0,1%. S'il réalise ces opérations d'aller et retour une fois par jour, le montant annuel de la taxe, cumulée sur tous les jours ouvrables de l'année, s'élèvera à 48 %. En cas d'aller et retour hebdomadaire, le montant annuel n'est plus que de 10%, et 2,4% en cas d'aller et retour mensuel (J. Tobin, 1996, p xi).

Grâce au filtrage ainsi opéré, la taxe renforcerait l'influence des anticipations de long terme des taux de change, (celles qui orientent les décisions d'investissement des entreprises), au détriment des anticipations de court terme, qui obéissent plus à des stratégies de profit spéculatifs sur les changes.

Une plus grande autonomie des politiques monétaires nationales.

En outre, grâce à la Taxe Tobin, les politiques monétaires nationales regagneraient une certaine autonomie par rapport à la situation actuelle. Actuellement, la parfaite fluidité des mouvements de capitaux oblige les Banques centrales qui veulent maintenir la valeur de leur monnaie, par rapport au dollar, par exemple, à ajuster immédiatement leur taux d'intérêt au taux américain. En effet, si les États-Unis augmentent la rémunération qu'ils proposent aux investisseurs, ceux-ci vont vendre des yens, des euros ou des pesos pour acheter des dollars, et le dollar va monter. Avec la taxe Tobin, il ne serait plus nécessaire d'augmenter dans la même proportion, au Japon, en Europe ou au Mexique, les taux d'intérêt pour défendre le taux de change. La politique monétaire pourrait alors être plus aisément mise au service de l'investissement. Prenons le cas où le taux d'intérêt américain est de 10% et la taxe Tobin est à un très faible niveau, par exemple 0,1%. Pour un placement de 12 mois, le taux d'intérêt à l'étranger, devrait être égal à au moins 10,1% par an pour concurrencer le taux d'intérêt américain. Pour un placement d'un mois (1/12 d'année), il devrait être égal à 11,3% en base annuelle, 15,35% pour une semaine, 46,5% pour une journée⁰.

Ainsi, la taxe Tobin permet un différentiel de taux d'intérêt de 1,3 points à l'horizon d'un mois; 5,35 points à l'horizon d'une semaine, et 36,5 points sur une journée. De ce fait, la politique monétaire d'un pays a moins besoin de s'aligner sur le taux d'intérêt des autres pays. Certes cet effet bénéfique, souvent rappelé par J. Tobin, serait limité car il agirait surtout sur le court terme; néanmoins il offrirait aux autorités monétaires nationales un peu de temps pour prendre des mesures moins

dramatiques que des hausses fantastiques des taux d'intérêt qui provoquent la récession, en tuant le crédit intérieur. Ce fut le cas dans plusieurs pays émergents, lors de la crise asiatique et de sa contagion internationale, en Corée du Sud et au Brésil.

Une source de financement pour le développement mondial.

Enfin, les recettes fiscales collectées grâce à la taxe Tobin permettraient de financer des politiques publiques nationales (par exemple la lutte contre la pauvreté), ou internationale (aide au développement, environnement, etc.). C'est un avantage qui est considéré par J. Tobin comme un "sous-produit" et non comme la justification première de la taxe, mais qui n'en est pas moins considérable. L'ampleur des recettes fiscales est difficile à estimer, car une taxe entraînerait une réduction du volume des transactions. J. Frankel (1996, p 62), propose le calcul suivant: en 1995, sur les marchés des changes de Londres et de New York ⁰, le volume total des transactions comparé au volume des transactions impliquant au moins un agent non-financier (par exemple une entreprise) est dans un rapport de l'ordre de 5 à 1. On fait une hypothèse forte selon laquelle ce rapport tombe à 2 à 1, soit une baisse de 60% du volume annuel des transactions. Comme en 1995, le volume quotidien du marché mondial des changes était de 1230 milliards de dollars ⁰, soit un volume annuel de 295,2 trillions de dollars (pour 240 jours ouvrables), une baisse de 60% réduirait le volume annuel à 118,1 trillions de dollars. Une taxe de 1% créerait une recette fiscale de 1,118 trillions de dollars. Une taxe de 0,1%, comme il est couramment proposé, rapporterait 118,1 milliards de dollars.

En avril 1998, le volume quotidien mondial des transactions sur les changes est de 1587 milliards de dollars (BRI, 1998)⁰, soit un volume annuel de 380,9 trillions de dollars. Le même calcul pour une taxe de 0,1% permet d'évaluer les recettes de la taxe Tobin à 228,5 milliards de dollars. Or, selon le rapport annuel du PNUD (Programme des Nations Unies pour le Développement), il suffirait de 49 milliards de dollars par an pour résoudre les principaux problèmes d'alimentation, d'assainissement, d'eau et de santé des populations démunies dans le monde...

Bien entendu se pose la question complexe des institutions qui seraient amenées à gérer ces ressources, et de leur répartition entre les différents pays: on n'abordera pas ici ce débat, notre objectif étant de montrer que la taxe Tobin peut apporter une contribution utile à la maîtrise des marchés financiers. Car le scepticisme des milieux politiques et financiers est encore fort, et nombreuses sont les objections à cette proposition.

2) Quelles sont les objections de fonds contre la taxe Tobin ?

Les marchés des changes remplissent deux fonctions essentielles: permettre les transactions internationales (commerce international, investissements directs à l'étranger, investissements de portefeuille) en assurant la conversion des monnaies; et permettre la transmission et la dissémination du risque, entre ceux qui souhaitent se prémunir des conséquences de la variation des changes, et ceux qui acceptent de les assumer dans l'espoir d'en tirer profit.

Ces deux fonctions sont intimement liées. Les variations des taux de changes étant permanentes, il est impossible de réaliser une transaction internationale sans encourir un risque de change. Dans les conditions actuelles de fonctionnement des économies, il est par conséquent tout aussi impossible d'envisager l'euthanasie des spéculateurs, car il n'y aurait plus aucun agent économique disposé à endosser le risque dont les autres ne veulent pas. La spéculation est consubstantielle à l'existence et au fonctionnement des marchés.

Ce constat est-il suffisant pour rejeter la Taxe Tobin au motif que l'on risque de pénaliser indistinctement les opérations spéculatives indispensables aux transactions commerciales et les opérations spéculatives "pures" ⁰ ?

Les vertus de la spéculation ?

Pour les économistes libéraux, non seulement la spéculation permet aux agents qui n'aiment pas le risque de change de s'assurer contre celui-ci, mais elle assure plus globalement la stabilité des marchés. M. Friedman (1953) et le courant monétariste, puis l'École des anticipations rationnelles, ont imposé une conception des marchés financiers selon laquelle la spéculation est par nature stabilisatrice. Les marchés financiers sont supposés fonctionner comme le marché "pur et parfait" de Walras, où les spéculateurs peuvent calculer et donc connaître à l'avance les prix d'équilibre. En cas d'écart, ils vendent lorsque le prix courant est supérieur à son prix d'équilibre pour profiter du prix élevé, et, ce faisant ils précipitent le retour à l'équilibre. Pour les mêmes raisons, ils achètent lorsque le prix courant est inférieur au prix d'équilibre. Selon cette conception, la spéculation se distingue peu de l'arbitrage et participe comme lui à la convergence des marchés financiers et à leur stabilité.

La théorie monétariste a été pourtant largement démentie par les faits. L'avènement d'un régime de changes flottants, au début des années 1970, a amplifié la spéculation au point que des "bulles spéculatives" se sont formées sur les taux de change, sans que pour autant cette volatilité des taux de change conduise à un rééquilibrage des balances courantes entre les pays, ni n'accroissent l'autonomie des politiques économiques. En réalité, au plan théorique, l'idée que la spéculation serait toujours stabilisatrice repose sur un acte de foi: elle suppose que les taux de change d'équilibre existent, que les spéculateurs les connaissent préalablement et se réfèrent à eux, et que cela permette le retour à un équilibre unique. Or, les hypothèses permettant de démontrer l'existence, l'unicité et la stabilité d'un équilibre sont tellement fortes, qu'elles en deviennent peu crédibles. Et en cas d'équilibres multiples, des attaques spéculatives sur les taux de changes peuvent se déclencher avec succès, même en l'absence de déséquilibres macro-économiques auxquels sont sensibles les spéculateurs (B. Eichengreen, C. Wyplosz, 1996 P 20, M. Dooley, 1996, p 89-91). Ainsi, du point de vue de l'inflation et du niveau des taux d'intérêt, deux facteurs économiques auxquels sont sensibles les spéculateurs, le franc n'était pas surévalué par rapport au Deutchmark en

1993 : cela n'a pas empêché une attaque spéculative contre le franc qui s'est soldé par l'abandon de la marge de fluctuation du franc de 2,25% vis-à-vis de l'ECU.

Aujourd'hui le volume des transactions sur le marché des changes est manifestement excessif : il est environ 60 fois plus élevé que le volume du commerce international ⁰, ce qui n'était pas le cas dans les années 1970, à l'époque où les marchés financiers n'avaient pas été déréglementés. On peut raisonnablement estimer que la Taxe Tobin, bien que réduisant de façon substantielle le volume des transactions ⁰, laisserait subsister un volume suffisant de transactions financières, y compris pour les opérations spéculatives permettant d'assurer le risque lié au commerce international et à l'investissement à l'étranger.

Les critiques de la Taxe Tobin objecteront que toute entrave à la mobilité des capitaux réduit la liquidité des marchés et accroît la volatilité des taux de change, résultat opposé à l'objectif poursuivi. Mais la pertinence de cette critique repose sur un lien supposé entre la liquidité et la stabilité des marchés, lien qui est loin d'être démontré. Les investigations empiriques ne confirment pas l'existence d'une corrélation entre l'augmentation du volume du marché et l'augmentation de la stabilité des marchés (I. Grunberg, M. Ul Haq, I. Kaul, 1996, p 5). Au cours des deux dernières décennies, on a même observé une augmentation parallèle du volume et de l'instabilité des marchés des changes.

En réalité la spéculation n'est donc pas toujours stabilisatrice et on ne peut lui abandonner la gestion du taux de change. L'expérience montre abondamment que les marchés des changes alternent des périodes apparemment irrationnelles de stabilité et d'instabilité dont Keynes avait déjà rendu compte.

La taxe Tobin comme outil de stabilisation des anticipations.

Dans la perspective keynésienne, les périodes de stabilité s'expliquent par l'existence d'une convention, c'est-à-dire une opinion moyenne, un jugement collectif sur lequel s'accordent les opérateurs financiers concernant l'état de l'économie à une date future ⁰, comme par exemple la valeur future du taux de change d'une monnaie. Ce jugement conventionnel agit comme un point de repère et crée un environnement stable, un état de confiance, qui rend intelligible l'information courante qui parvient aux opérateurs financiers. Décodant cette information nouvelle qui leur parvient à tout moment, les opérateurs financiers anticipent à court terme le cours du change en faisant appel au calcul de probabilités ⁰. Ces anticipations de court terme sont hétérogènes et peuvent avoir des effets de sens contraire sur le marché des changes, qui se compensent partiellement. Il en découle des fluctuations provisoires des taux de change qui ne remettent pas en cause l'opinion moyenne du marché concernant les taux de change futurs, tant que ces fluctuations restent temporaires et non systématiques ⁰.

En revanche l'instabilité des taux de change prévaut lorsque sont remises en cause les conventions qui règlent les anticipations de long terme. Durant ces périodes de crise de confiance, les opérateurs ne savent plus quelle est la valeur "normale" d'un actif ou d'une monnaie: ils n'ont plus d'autres solutions pour prendre leurs décisions que de s'imiter les uns les autres. La généralisation de ces comportements moutonniers est propice à la formation de bulles spéculatives sur les changes, à la hausse, comme à la baisse durant les périodes de crise des changes. Observant, par exemple, une hausse du taux de change courant d'une monnaie, les opérateurs anticipent sa poursuite et achètent cette monnaie provoquant ainsi une nouvelle hausse, ce qui semble confirmer réellement leur anticipation ⁰. L'instabilité tient à ce que la hausse du taux de change courant n'est alors plus analysée comme un phénomène provisoire, devant être suivi d'un retour à un niveau plus faible autour duquel tout le monde s'accorde, car justement il n'existe plus d'opinion dominante et crédible sur la valeur du taux de change de telle ou telle monnaie dans quelques semaines ou quelques mois.¹

Selon P. Arestis Et M. Sawyer (1997, p 760), l'utilité de la taxe Tobin, serait d'agir en amont, avant qu'une bulle spéculative ne se forme. Une hausse du taux de change courant au-dessus de sa valeur normale ne conduirait pas les opérateurs à anticiper à court terme la poursuite de la hausse, car le coût de la taxe les dissuaderait d'acheter cette devise dans une proportion suffisante pour alimenter la hausse. Les autorités monétaires seraient ainsi en meilleure position pour intervenir et maintenir la stabilité du taux de change, et finalement le volume des transactions taxées serait faible. La taxe Tobin contribuerait positivement à la stabilisation des taux de change en agissant comme une "institution réductrice d'incertitude" à travers l'influence qu'elle exercerait dans la formation des anticipations ⁰.

Les investigations empiriques menées par J. Frankel (1996, p 54) vont dans le sens de cette analyse. Ses résultats montrent que les anticipations sur les changes inférieures à 3 mois sont de nature extrapolative : durant cette période, les opérateurs anticipent la poursuite de la tendance présente. Ils révisent à la baisse, voire renversent leur anticipation qu'après cet horizon de trois mois. Ainsi une hausse de 1% du taux de change au comptant enregistrée sur une semaine, conduit les opérateurs à anticiper une hausse supplémentaire de 0,13% la semaine suivante.

Par conséquent, la taxe Tobin, en frappant plus que proportionnellement les transactions de court terme, contribuerait à renforcer le poids des anticipations de long terme, plus stabilisatrices par nature, car basées sur les principales variables macro-économiques (niveau de la demande, de l'investissement, etc.). Les opérateurs prendraient en compte la taxe Tobin et l'incluraient dans leur jugement conventionnel. La taxe réduirait les possibilités qu'une attaque spéculative mineure et temporaire génère une bulle spéculative se transformant en attaque spéculative majeure. Elle stabiliserait la "convention" partagée par les acteurs des marchés financiers, et aiderait puissamment les gouvernements à faire respecter des cibles de taux de change qu'ils auraient décidé d'un commun accord.

3. La taxe Tobin doit être complétée par d'autres mesures.

Si l'argumentation de P. Arestis et M. Sawyer est convaincante pour les périodes de fonctionnement "normal" des marchés des changes, et si la taxe Tobin détient en effet ce potentiel de prévention des bulles spéculatives, en revanche la modestie même de son taux n'en fait pas un outil adéquat contre des attaques spéculatives de grande ampleur.

En effet durant les périodes de crise des changes, les spéculateurs parient sur une dévaluation d'au moins 10% en l'espace de quelques jours ou quelques semaines. Des mesures complémentaires de lutte contre la spéculation sont donc nécessaires en complément de la Taxe Tobin.

Une première possibilité serait d'autoriser les pays victimes d'une attaque de grande ampleur d'augmenter provisoirement la taxe à des niveaux prohibitifs (P. B. Spahn, 1995). Mais d'autres mesures sont envisageables.

Ainsi, la Malaisie a récemment adopté un contrôle des changes strict afin d'empêcher la fuite des capitaux et contraindre les entreprises et les opérateurs financiers basés en Malaisie à rapatrier leurs capitaux. Ces mesures, visant à enrayer la chute du taux de change sans avoir à porter les taux d'intérêt à des niveaux très élevés, aggravant la récession, ont déclenché une vague de critiques de la part de la haute finance internationale, qui a rayé la Malaisie de la liste des pays fréquentables. Mais on se demande alors pourquoi elle ne dénonce pas le contrôle des changes existant à Taiwan⁰.

Elles sont souvent présentées en opposition, comme une alternative à la taxe Tobin, et concernent systématiquement les pays du Tiers-Monde, sans que l'on explique pourquoi elles ne pourraient s'appliquer aux pays riches.

On cite souvent, aussi, les mesures adoptées par les pays latino-américains en particulier le Chili. L'expérience de ces pays est riche d'enseignements sous réserve qu'elle soit correctement interprétée. Les pays latino-américains ont été de nouveau confrontés à des entrées massives de capitaux étrangers au début des années 1990. A cette époque, certains d'entre eux avaient adopté un taux de change fixe ou quasi-fixe avec le dollar⁰ dans le but d'éradiquer l'hyperinflation qu'ils subissaient, et s'étaient engagés dans des stratégies d'ouverture commerciale et financière visant à restructurer leur économie et accroître les exportations.

Mais les entrées de capitaux excessifs conduisent à une survalorisation du taux de change, ce qui dégrade la compétitivité des pays et creusent le déficit de la balance commerciale. Or, lorsque ce déficit est trop important, la finance internationale prend peur, retire massivement ses capitaux, provoquant un effondrement du taux de change et une crise économique aiguë.

Pour prévenir ce phénomène, le Chili a adopté à partir de juin 1991, un ensemble de mesures visant à freiner les entrées de capitaux. Tous les prêts accordés par des banques étrangères à des entreprises et des banques chiliennes donnent lieu à un dépôt non rémunéré à hauteur de 30% du prêt, déposé pendant un an auprès de la banque centrale chilienne, ce qui présente à l'instar de la taxe Tobin un coût d'autant plus élevé que l'horizon de placement est bref. Comme le montrent M. Agosin et R. French-Davis (1996, 181-182), ce dispositif a permis au Chili⁰ de connaître un taux de croissance plus stable et plus élevé que l'Argentine et le Mexique, et surtout d'éviter la crise que ces pays ont récemment connue.

Ces mesures présentent la particularité de pouvoir être décidées unilatéralement par un pays ce qui est un avantage indéniable par rapport à la taxe Tobin. Mais cela ne doit pas amener à conclure qu'elles sont une alternative à la taxe Tobin, mais plutôt un complément utile. La taxe Tobin s'applique à l'ensemble des transactions de change, aux entrées comme aux sorties de capitaux, alors que le dispositif chilien ne concerne que les entrées. Le taux de la taxe Tobin est bien plus faible que les taux explicites et implicites qui ont été appliqués par les pays latino-américains (M. Agosin, R. French-Davis, 1996). Enfin et surtout la taxe pose un premier jalon vers une réforme du système monétaire international, tandis que le dispositif chilien est un ensemble de mesures défensives qui ne contribuent pas à résoudre le problème de fond de l'instabilité des taux de change, et qui concerne un pays émergent, dominé par les grands pays capitalistes développés qui continuent de fixer les règles économiques internationales en leur faveur.

4. La taxe Tobin est-elle réalisable ?

Si l'utilité potentielle de la taxe Tobin semble indéniable, reste la question épineuse de sa faisabilité. Cette question comporte deux aspects, politique et économique.

A la différence des années 1960-1970 où les gouvernements trouvaient légitime de réglementer les marchés, l'époque n'est guère favorable à la taxation des transactions financières. Ce constat ne doit pourtant pas nous faire oublier, que, contrairement à une idée reçue, les marchés financiers sont déjà soumis à certaines taxes (J. Frankel, 1996, Appendice B, p 70). S. Griffith Jones, (1996, p 146) signale le cas de la place de Londres, où le droit de timbre sur les transactions portant sur les actifs financiers⁰ a rapporté 830 millions de livres sterling en 1993, soit environ 1300 millions de dollars. Elle ajoute que les autorités fiscales se sont révélées capables d'adapter les conditions d'applications de la taxe en fonction des comportements d'évasion fiscale.

Par ailleurs, on peut espérer que la crise financière actuelle, sa gravité et sa persistance, modifient quelque peu les éléments du débat, et permettent d'analyser objectivement l'utilité d'une re-réglementation des marchés financiers dont la taxe Tobin serait une des composantes.

Enfin, la faisabilité politique peut apparaître moins problématique lorsque l'on analyse la faisabilité économique.

Tous ensemble, sinon rien ?

La première objection avancée concernant la faisabilité économique est que la taxe Tobin ne pourrait être mise en œuvre que si tous les pays l'adoptent simultanément : dans le cas contraire, les capitaux financiers étant très mobiles, on assisterait à une migration massive des capitaux vers les pays n'ayant pas adopté la taxe ; pire, il serait rationnel, pour certains pays, de ne pas adopter la taxe dans le but d'attirer la majeure partie des capitaux fuyant la taxe.

Le traitement le plus pertinent de cette objection est apporté par P. Kenen (1996), qui montre qu'il n'est pas nécessaire que tous les pays de la planète adoptent la taxe pour que celle-ci soit applicable, même si cela est préférable⁰. Il faudrait que les principales places financières de la planète l'acceptent (la liste comprend les pays du G7, tous les autres pays de l'Union Européenne non membres du G7⁰, plus Singapour, la Suisse, Hong Kong, l'Australie). Certes, les difficultés politiques restent considérables, mais l'idée selon laquelle des paradis fiscaux comme les Bahamas ou les Iles Caïman pourraient à eux seuls faire échouer le principe de la taxe est exagérée. Comme le dit J. Tobin (1996), si ces paradis fiscaux

étaient aussi attractifs, comment expliquer que la finance internationale n'y a pas d'ores et déjà massivement migré puisque des taxes sont actuellement en vigueur sur les principales places financières ?

Néanmoins la taxe Tobin pourrait-elle être la taxe de trop, et déclencher une fuite massive ? Au moins deux arguments permettent de limiter ces craintes:

P. Kennen rappelle que la pratique actuelle du fonctionnement des marchés des changes distingue le lieu où un ordre d'achat ou de vente de devises est passé (trading site), et le lieu où il est enregistré dans les livres de comptes (booking site), et lieu où la transaction s'effectue (settlement site). Si les transactions sur le change sont taxées sur le lieu de négociation (trading site), plutôt que sur le lieu d'enregistrement⁰, alors les coûts fixes afférents à une délocalisation des salles "trading rooms"⁰ dissuaderaient les opérateurs de vouloir échapper à la taxe en migrant vers les pays refusant de l'appliquer. C'est seulement lorsque le problème de rénover ou de créer une nouvelle "trading room" se pose, que sa création dans un paradis fiscal pourrait être envisagée.

2. Pour contrer ce phénomène de migration progressive, P. Kennen suggère d'appliquer un taux punitif⁰ pour toute transaction impliquant un pays refusant d'appliquer la taxe. Seules les transactions entre deux paradis fiscaux permettraient d'échapper à ce taux punitif. Il faudrait donc qu'un nombre très élevé de banques et autres agents financiers décident de migrer pour que les avantages liés à l'évasion de la taxe puissent compenser les avantages liés à la très forte liquidité et aux économies d'échelle existant sur les grandes places financières. En dehors d'une action coordonnée, le prix à payer pour le ou les premiers opérateurs à se délocaliser vers les paradis fiscaux pourrait être très élevé.

L'innovation financière contre la Taxe Tobin ?

Une autre possibilité existe d'échapper à la taxe en substituant des produits dérivés aux transactions sur le marché des changes au comptant⁰. La réponse à cette objection est que, par principe, la taxe doit s'étendre à tous les produits dérivés. Un contrat à terme⁰ de trois jours est par exemple un proche substitut d'une transaction au comptant de deux jours. C'est pourquoi la taxe devrait s'appliquer aux contrats à terme.

Les swaps de change⁰ sont aussi de proches substituts aux opérations au comptant. Ils sont utilisés principalement par les banques pour leurs opérations d'arbitrage d'intérêt couvert et pour la couverture de leurs positions en devises. Pour cette raison, les swaps de change sont très sensibles aux coûts de transactions, et P. Kennen suggère de les considérer comme une seule et même transaction et dès lors, de les taxer une seule fois.

En revanche, comme l'achat d'un contrat de futures⁰ puis sa revente obéit à la même logique que l'achat de devises au comptant puis leur revente, un contrat de futures pourrait être taxé au moment où le contrat est signé puis quand il est négocié. La taxe porterait sur la valeur notionnelle du contrat et serait collectée par la chambre de compensation.

Le cas des options est un peu plus complexe⁰. Ne pas les taxer serait injustifié, car elles sont de proches substituts aux Futures. Mais leur taxation crée des difficultés. La première difficulté tient à ce qu'une partie des options sont négociées de gré à gré, c'est à dire entre deux agents sans passer par un tiers (banque), ce qui rend difficile la collecte de la taxe. La seconde difficulté tient à ce qu'une option peut ne jamais être exercée, ce qui rend plus délicat sa taxation à taux plein sur la base de sa valeur notionnelle.

Néanmoins les problèmes posés par ces instruments financiers quant à la mise en œuvre d'une taxe Tobin ne sont pas si préoccupants. Une entreprise qui a besoin d'une certaine quantité de Yen dans trois mois pour régler une facture, peut acheter un contrat à terme, des futures ou une option d'achat. Si la taxe ne frappe que les contrats à terme, elle choisira un future ou une option d'achat, ce qui réduira le volume du marché des contrats à terme et la collecte de la taxe sur ces marchés. Mais si la firme a réellement besoin des Yens, trois mois plus tard elle achètera les yens au cours et à la date prévus par le future ou en exerçant son option d'achat. Par conséquent une transaction sur le marché des changes au comptant aura lieu et sera taxée, ce qui compensera le manque à gagner sur le marché à terme.

En revanche si l'entreprise cherche à spéculer sur l'appréciation du Yen, sans en avoir besoin, et que le Yen ne monte pas, l'entreprise n'exercera pas son option : la perte de recettes fiscales sur le marché des contrats à terme ou celui des futures ne sera pas compensée. Mais l'objectif étant principalement de stabiliser les taux de change, le fait que l'option ne soit pas exercée n'est pas un problème en soi, puisque la taxe ne vise que les opérations effectivement réalisées sur le marché des changes⁰.

Un dernier problème de substitution est celui soulevé par P. Garber (1996). Il est possible que des Bons du Trésor de même maturité soient échangés en lieu et place de devises. Ces Bons seraient ensuite immédiatement vendus. Cependant, ce type de substitution n'est pas sans risque, car les substituts de la liquidité ne sont jamais parfaits. Chaque partie doit acheter les Bons du Trésor, les échanger, puis les vendre, ce qui entraîne des coûts de transactions à chaque fois. Si les transactions ne sont pas parfaitement synchronisées, les deux parties s'exposent à des risques de variation des taux d'intérêt dans chaque pays. Ce risque peut être couvert si les deux banques s'accordent pour racheter les bons au prix qui prévalait juste avant le swap. Mais dans ce cas, les autorités pourraient arguer que le swap avait bien pour objectif de contourner la taxe. Des produits dérivés plus complexes et plus discrets pourraient être imaginés, mais ils risquent d'être de moins en moins liquides. Et comme le font remarquer J. Tobin et P. Kennen, tout cela pour échapper à une modeste taxe sur le marché des changes au comptant ! Le jeu risque de rapidement ne pas en valoir la chandelle. On ajoutera que tout impôt génère des comportements de fuite de la part de certains agents économiques (pas tous) qui ne veulent pas le payer. Et pourtant on n'a jamais sérieusement demandé la suppression de l'impôt sur le revenu au motif que la fraude fiscale existe. Par ailleurs on sait que moins d'impôt ne ressuscite pas l'impôt, comme le montrent les tentatives infructueuses de vérifications empiriques de la courbe de Laffer. Alors pourquoi exiger de la taxe Tobin une évasion fiscale nulle pour qu'elle soit légitime ?

CONCLUSION.

Malgré ses limites, la Taxe Tobin a une place éminente dans le cadre des réformes à entreprendre pour réduire une instabilité financière devenue insupportable depuis la crise de 1997-98. Au-delà de son efficacité, la Taxe Tobin a d'autres vertus qu'il faut souligner:

Premier point, il s'agit d'un impôt, qui instaure une relation claire et transparente entre l'État et le secteur privé. C'est d'ailleurs peut être ce qui contrarie les néo-libéraux, eux qui ont salué à d'autres occasions l'intervention publique : lors des sauvetages *in extremis* du marché et de ses opérateurs, comme on l'a vu une fois de plus en septembre 1998, quand la Banque centrale américaine, la Fed, a baissé par trois fois son taux d'intervention pour redresser les cours de Wall Street, et a fait pression sur les grandes banques internationales créditrices du fonds spéculatif américain LTCM décrété trop gros pour faire faillite ("too big to fail")⁰; ou dans le cas japonais, où les pouvoirs publics engloutissent des milliards de dollars dans le renflouement d'un système bancaire plombé par les mauvaises créances. Ces diverses interventions publiques n'ont pas la transparence politique qu'aurait la Taxe Tobin. Celle-ci, en outre, est de nature préventive, elle cherche à éviter les crises de change avant leur éclatement.

Deuxième point: la taxe Tobin est une mesure coopérative de caractère universel, en même temps que sous la responsabilité de chaque État. Elle ne peut pas être gérée par une sorte de directoire des pays émetteurs des devises clés. A la différence de mesures locales comme le contrôle des changes par des pays "émergents", la taxe Tobin a une vocation universelle, et de ce point de vue, un caractère non hiérarchique. Toutes les monnaies, du dollar roi aux monnaies dépendantes, sont concernées, ce qui aurait aussi comme avantage d'éviter les réactions nationalistes de pays lésés. Et réduire la concurrence entre les devises clés est devenu un enjeu décisif, dans la perspective d'une réforme stabilisatrice des relations financières internationales.

Troisième point: la taxe Tobin désigne des responsables de l'instabilité monétaire internationale, les grands opérateurs financiers sur le marché des changes. En mettant leur logique déstabilisatrice en cause, la Taxe Tobin s'attaque au consensus politique actuel, de caractère néo-libéral, sur les avantages de la libre circulation du capital et des normes de rentabilité économique que celle-ci véhicule.

Son adoption serait donc un acte politique important, en rupture avec les pratiques néo-libérales de la mondialisation économique, et avec le fatalisme qui les accompagne. Car elle suppose une coopération entre États qui va bien au-delà du cadre étroit des réunions de sommet du G.3 ou du G.7. Les gouvernements devraient tous participer au contrôle des mouvements de capitaux à court terme impliqué par la taxe Tobin, dans leur propre sphère financière. Cela relâcherait les pressions sur les pays émergents, dont les monnaies sont dépendantes des devises clés. Et la concurrence commerciale et financière entre pays capitalistes développés, qui passe aussi par les taux de change de leurs monnaies, serait réduite. Une coopération entre grandes puissances émettrices de ces devises, pour promouvoir la taxe Tobin, aurait un effet stabilisateur, et faciliterait grandement la redéfinition d'un nouvel ordre monétaire international, basé sur une gestion concertée d'objectifs de change.

Taxer les opérations de change pour modérer le rôle des spéculateurs, ce serait aussi un avertissement politique fort aux différents acteurs économiques. Les déréglementations et restructurations capitalistes à l'œuvre depuis la fin des années 70 ont contribué, dans tous les pays, à un changement du rapport de force favorable au capital par rapport au travail. Qu'il s'agisse du niveau des salaires, de l'emploi, des prestations sociales, de la fiscalité, la pression sur le salariat n'a cessé d'augmenter, pour accroître les profits selon les exigences des actionnaires. Cette pression est présentée comme un phénomène mondial inévitable auquel il faudrait se soumettre sous peine de disparaître. Taxer la spéculation sur les taux de change aurait un fort impact symbolique, en introduisant un coin dans le mur de ce fatalisme qui affecte le rapport de force au détriment du travail.

Cette taxe Tobin n'est pas pour autant la panacée universelle face à des dérèglements financiers qui sont eux-mêmes liés au mode d'accumulation capitaliste. Elle ne permet pas d'empêcher les attaques spéculatives de grande ampleur contre les monnaies. Elle ne pallie pas les difficultés nées du régime monétaire international de changes flottants entre les devises clés actuellement en vigueur.

La Taxe Tobin est donc à compléter par d'autres mesures visant à réduire la puissance acquise par les marchés financiers internationaux, et à replacer ces marchés sous l'autorité des instances responsables des politiques économiques nationales. Mais elle est le premier chaînon des indispensables réformes. Elle rompt avec l'idéologie néo-libérale dominante depuis les années 1980, et avec le mythe des bienfaits d'une "globalisation financière" de marché sans limites institutionnelles. Aussi a-t-elle maintenant, outre sa signification économique, une signification symbolique.

Les projets de nouvelles réglementations monétaires et financières qui circulent depuis l'automne 1997, sont tous un symptôme des excès de la finance capitaliste sanctionnés par la crise financière. La taxe sur les opérations de change commence à susciter une discussion sérieuse entre économistes. Elle acquiert une certaine popularité, notamment en Europe, en raison de son objectif principal : taxer les opérations de change des opérateurs qui tirent un profit spéculatif de la liberté sans frontières des mouvements de capitaux à court terme, et déstabilisent les monnaies de façon irresponsable par rapport aux besoins économiques et sociaux. L'opinion publique est de plus en plus favorable à l'idée de rétablir un contrôle sur les mouvements de capitaux. C'est ce qu'indiquait, entre autres, un sondage de "The Economist" (02/01/1999) réalisé dans vingt pays auprès de personnes issues des couches sociales moyennes. Cette évolution est importante, si l'on admet que les réformes politiques ne sont pas l'affaire des seuls spécialistes de la finance ni des seuls gouvernements. C'est dans cet esprit que la Taxe Tobin a été présentée ici.

Bibliographie.

Agosin M., Ffrench-Davis R. (1996). Managing Capital Inflows in Latin America. In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. (Eds): The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility. Oxford University Press, New York, Oxford.

Appel des économistes contre la pensée unique (1997). La monnaie unique en débat. Nouvelles perspectives. Syros, Paris.

Arestis P., Sawyer M. (1997). How Many Cheers for the Tobin Transactions Tax? Cambridge Journal of Economics, 21, 753-768.

Brunhoff De S. (1996). L'instabilité monétaire internationale. Dans Chesnais F. et al. La mondialisation du capital. Syros, Paris.

Banque Des Règlements Internationaux (1998). Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 1998. Preliminary Global Data. BRI, BÂSLE.

Chesnais F. (1994). La mondialisation du capital. Syros, Paris.

Chesnais F. et Alii (1996). La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux. Syros.

Dooley M. (1996). The Tobin Tax: Good Theory, Weak Evidence, Questionable Policy. In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. (Eds): The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility. Oxford University Press, New York, Oxford.

Eichengreen B., Wyplosz C. (1996). Taxing International Financial Transactions to Enhance the Operation of the International Monetary System. In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. (Eds): The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility. Oxford University Press, New York, Oxford.

Fontaine P. (1996). Gestion du risque de change. Collection "Gestion Poche", Economica, Paris.

Frankel J. (1996). How Well Do Markets Work? Might a Tobin Tax Help? In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. (Eds): The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility. Oxford University Press, New York, Oxford.

Friedman M. (1953). The Case of Flexible Exchange Rates. In Essays in Positive Economics. University of Chicago Press.

Garber P. (1996). Issues of Enforcement and Evasion in a Tax on Foreign Exchange Transactions. In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. (Eds): The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility. Oxford University Press, New York, Oxford.

Griffith Jones S. (1996). Institutional Arrangements for a Tobin Tax on International Currency Transactions. In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. (Eds): The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility. Oxford University Press, New York, Oxford.

Grunberg I., Ul Haq M., Kaul I. (1996). Overview. In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. (Eds): The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility. Oxford University Press, New York, Oxford.

Hicks J. (1946). Value and Capital: An Inquiry into Some fundamental Principles of Economic Theory. 2nd edn, Oxford University Press, Oxford.

Kenen P. B. (1996). The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions. In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. (Eds): The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility. Oxford University Press, New York, Oxford.

Keynes J.M. (1936) La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie. Payot, 1977, Paris.

Lenain P. (1993). Le FMI, Éditions La Découverte, collection Repères

Orio L., Quiles J.J. (1993). L'économie keynésienne, un projet radical. Collection CIRCA, Nathan, Paris.

Orlean A. (1986). Le rôle des conventions dans la logique monétaire. In R. Boyer, J.J. Sylvestre (Eds), "Le travail, marchés, règles, conventions". Economica, INSEE. Paris.

Plihon D. (1991). Les Taux de change. Collections "Repères", La Découverte, Paris.

Spahn P.B. (1995). *International Financial Flows and Transactions Taxes: Survey and Options*. International Monetary Fund, Washington DC.

Tobin J. (1996). Prologue. In Haq Ul M., Kaul I., Grunberg I. (Eds): *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*. Oxford University Press, New York, Oxford.