

PARLEMENT EUROPEEN



Direction générale des Études

DOCUMENT DE TRAVAIL

**LA FAISABILITÉ D'UNE "TAXE TOBIN"
INTERNATIONALE**

*Série Affaires économiques
ECON 107 FR*

Cette publication est disponible en EN, FR, DE

Une liste des publications récentes dans la série «affaires économiques» se trouve à la fin de document.

ÉDITEUR: Parlement Européen
L-2929 Luxembourg

AUTEURS: Ben Patterson et
Mickäl Galliano

RESPONSABLE: Ben Patterson
Direction Générale des Études
Division Affaires économiques, monétaires et budgétaires
Tél.: (00352)4300-24114
Fax: (00352)4300-27721
E-Mail: GPATTERSON
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Les opinions exprimées sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position du Parlement Européen.

Reproduction et traduction autorisées, sauf à des fins commerciales, moyennant mention de la source, information préalable de l'éditeur et transmission d'un exemplaire à celui-ci.

Manuscrit achevé en mars 1998.

PARLEMENT EUROPEEN



Direction générale des Études

DOCUMENT DE TRAVAIL

**LA FAISABILITÉ D'UNE "TAXE TOBIN"
INTERNATIONALE**

Série Affaires économiques

ECON 107 FR

10/2000

Résumé

Le professeur James Tobin a été le premier à suggérer, en 1972, l'adoption d'une taxe "afin de jeter quelques grains de sable dans les rouages de la spéculation". Il proposait de prélever entre 0,1% et 1% sur les opérations de conversion des monnaies. Ces taux seraient trop bas pour décourager les investissements à long terme, mais ils représenteraient tout de même une portion substantielle des transactions impliquant la vente et l'achat de devises dans le terme d'un jour, d'une semaine ou d'un mois.

Cette taxe aurait trois objectifs principaux:

- réduire la volatilité des taux de change en réduisant la spéculation sur les devises;
- augmenter les recettes d'organisations internationales;
- rendre les politiques économiques nationales moins vulnérables aux chocs externes.

Réduire la volatilité des taux de change

Le premier moyen qui vient à l'esprit, pour stopper la spéculation sur les marchés des devises, consiste à abolir les différentes devises, comme cela s'est fait dans l'Union européenne. A défaut d'une monnaie mondiale, toutefois, il existe encore tout un "second choix" de différentes solutions: le contrôle direct des échanges de devises et des mouvements de capitaux; l'instauration de dépôts spéciaux obligatoires pour les institutions financières; et l'instauration de taxes sur les transactions ou d'autres taxes.

L'introduction de telles mesures pose cependant de sérieux problèmes. Par exemple:

- la libéralisation des mouvements de capitaux a eu un effet généralement bénéfique sur l'économie mondiale. Des mesures tendant à la limiter devraient éviter de jeter, avec l'eau du bain d'une spéculation déstabilisatrice, les bébés des investissements productifs et les opérations telles que les véritables opérations "de couverture", utiles à la croissance des échanges et qui ont généralement une action stabilisatrice;
- des mesures unilatérales peuvent s'avérer plus nuisibles que l'instabilité des cours du change à laquelle elles cherchent à remédier. Des contrôles rigides peuvent détacher un pays de la réalité économique et le rendre de moins en moins compétitif. Les dépôts spéciaux ou les taxes peuvent s'éluider facilement - les services financiers (qui forment une part toujours plus importante de toute économie moderne) iront simplement s'installer dans d'autres places.

Une taxe Tobin éviterait le second de ces problèmes si elle était introduite, au moyen d'un accord international, dans toutes les principales places financières du monde. Le risque d'"émigration" pourrait être limité, par exemple, si l'on faisait de l'adoption de cette taxe une condition d'adhésion au FMI, et si les grandes places financières la prélevaient sur tous les transferts effectués vers les petites places ne participant pas au système.

En revanche, la distinction entre les transactions bénéfiques et stabilisatrices et celles qui sont spéculatives et déstabilisatrice pose de gros problème. Même si, des 1 à 1,5 trillions de dollars US représentant le volume quotidien estimé des transactions internationales de change, seuls 5% concernent directement les échanges de biens et de services, une grande partie du volume restant revêt une importance indirecte pour ces échanges: assurance, répartition des risques, intégration des marchés par l'arbitrage, etc.

D'un autre côté, les opérateurs ordinaires faisant commerce de biens et de services peuvent eux aussi se laisser aller à des spéculations pures. Le professeur Tobin a fait lui-même l'importante observation que de nombreuses transactions non spéculatives et stabilisatrices deviendraient superflues si la volatilité des taux de change était réduite.

Une taxe Tobin permettrait-elle de réaliser cet objectif?

Une taxe de 1% serait prélevée sur chaque trajet d'un "aller-et-retour" spéculatif. En fonction de la méthode de calcul choisie, cela correspondrait à un taux annuel, pour une opération d'une semaine, de 104% ou de 181%. Toutefois, même ces coûts supplémentaires ne décourageraient pas un spéculateur si la chute, attendue pour cette semaine-là, du cours de la monnaie visée était suffisante: par exemple plus de 4% avec une probabilité de 0,5%. Lorsqu'une grande partie des opérateurs considèrent qu'une certaine parité est inadaptée - comme cela a été le cas pour le MCE en 1992 - l'effet dissuasif d'une taxe Tobin ne pourrait être qu'extrêmement marginal.

Il serait aussi difficile de définir avec précision la portée de la taxe. Il faudrait prévoir des exemptions pour certaines transactions - par exemple celles effectuées par des banques centrales. Le professeur Tobin a également proposé d'exempter les transactions à l'intérieur de "zones monétaires", bien que toute définition de ces zones qui renoncerait à l'exigence de taux de change fixes permanents aurait pour effet d'encourager exactement le genre d'opérations que la taxe est censée empêcher. Le traitement d'arrangements de compensation des créances dans les opérations interbancaires poserait lui aussi des problèmes.

La proposition originelle du professeur Tobin était celle d'une taxe sur les transactions au comptant. Mais taxer les petites opérations de change des touristes, des petites entreprises, etc., serait impopulaire et certainement nuisible aux échanges. Par ailleurs, les spéculateurs pourraient facilement éviter la taxe en adoptant des substituts de monnaie: bons du trésor, swaps sur le marché des matières premières, les marchés à terme et d'autres produits financiers dérivés. Si l'on étendait la taxe à ces procédés, de nouveaux produits financiers verraient probablement le jour en dehors du champ d'application de la taxe. Et les percepteurs de celle-ci devraient courir de plus en plus vite, comme Alice et la Reine de Cœur, pour rester sur place.

Lever des recettes

Il a été calculé que le prélèvement d'une taxe Tobin de seulement 0,1% rapporterait plus de 50 milliards de dollars US par an - même en supposant que le nombre de transactions de change ait diminué de moitié, que 20% soient exemptés et que l'évasion ait fait échapper encore 20% à la taxe. C'est plus du double de tout ce qui est actuellement dépensé en programmes de

stabilisation, de développement, d'aide humanitaire, en opérations de maintien de la paix et d'autres activités de l'Organisation des Nations-Unies et de ses agences.

Même en supposant, comme l'a préconisé le professeur Tobin, que les pays pauvres et les petits pays conserveraient toutes les recettes qu'ils auraient prélevées par cette taxe, cela représenterait un apport impressionnant de nouveaux fonds à disposition de la stabilisation financière et du développement à l'échelle mondiale.

A cet égard, les principaux problèmes posés par la taxe Tobin sont d'ordre politique. Actuellement, les Etats ne démontrent pas une forte volonté de consacrer des ressources de cet ordre de grandeur à l'aide au développement et à des buts de ce genre. Les organismes internationaux chargés de l'administration et de la répartition de montants aussi considérables rencontreraient des difficultés formidables à contrôler de tels flux, et en particulier à éviter les abus et les fraudes.

Réduire la vulnérabilité aux chocs externes

La libération de la circulation des capitaux au niveau international a réduit la possibilité pour les économies nationales de mener des politiques monétaires ou économiques sur la base de critères purement intérieurs. La pression spéculative sur le taux des changes, par exemple, peut entraîner une augmentation des taux d'intérêts au delà de ce que justifierait la situation monétaire interne, ce qui porterait atteinte à la croissance économique et à l'emploi. Dans la mesure où une taxe Tobin entraînerait la diminution tant de la spéculation que de la volatilité générale des taux de change, elle pourrait donc avoir un effet bénéfique pour l'économie réelle de nombreux pays.

On peut cependant objecter qu'une monnaie surévaluée invite à la spéculation, et que sa défense est coûteuse en termes de perte de réserves et de taux d'intérêt élevés. Avec un système de taux de change flottants, il serait impossible d'atteindre des positions spéculatives très élevées. Ceux qui défendent ce point de vue suggèrent aussi que le fait d'être exposés aux réactions des marchés financiers et de devises internationaux inculque une discipline salutaire aux gouvernements nationaux, qui pourraient autrement se laisser tenter par une politique inflationniste.

Néanmoins, même les taux de change flottants ont leur coût - les opérateurs sont obligés de se prémunir contre leurs fluctuations -, et le fait qu'une taxe Tobin augmenterait le risque que les électeurs fassent le mauvais choix de gouvernement n'est pas nécessairement un argument contre cette taxe.

Conclusions

Une taxe Tobin constituerait certainement une solution de "second choix" dans la lutte contre la spéculation sur les devises. Dans l'Union européenne, par exemple, personne ne l'a sérieusement proposée comme solution alternative à l'Union économique et monétaire.

Aux taux modestes où elle a été proposée, elle représenterait un coût supplémentaire considérable pour les spéculateurs, tout en n'affectant que de façon marginale les investissements. D'un autre côté, elle n'aurait pas empêché les crises du MCE en 1992, ni celles qui ont suivi, ni la crise du peso mexicain de 1995 ou celle des monnaies du Sud-Est asiatique en 1997. Les problèmes que pose une surveillance internationale, et la facilité d'évasion peuvent aussi susciter le doute sur son efficacité réelle en tant que moyen de dissuasion.

En tant que source de recettes pour des mesures de stabilisation financière internationale, et pour le développement, l'aide humanitaire, le maintien de la paix, etc., elle conserve toutefois une forte attractivité. Même des taux très bas rapporteraient des montants très élevés.

Dans la mesure où elle atténuerait la volatilité des taux de change, elle pourrait aussi donner aux gouvernements une plus grande marge de manoeuvre dans la conduite de leur politique économique - quant à savoir si cela serait une bonne chose, voilà qui donne matière à discussion.

On ne peut toutefois pas examiner la proposition de taxe Tobin en l'isolant des développements plus généraux qui se produisent au niveau international, en particulier de la recherche d'une "nouvelle architecture financière globale". Sans une telle architecture, la taxe ne serait de toute façon pas praticable. Avec cette architecture, la taxe pourrait être considérée comme une solution "axée sur le marché", offrant une alternative attrayante au contrôle des mouvements de capitaux.

TABLE DES MATIERES

RESUME.....	III
REDUIRE LA VOLATILITE DES TAUX DE CHANGE.....	III
LEVER DES RECETTES	IV
REDUIRE LA VULNERABILITE AUX CHOCS EXTERNES	V
CONCLUSIONS	V
I. INTRODUCTION.....	1
<i>DISCUSSION AU PARLEMENT EUROPEEN.....</i>	<i>2</i>
II. LES OPTIONS POUR REDUIRE LA VOLATILITE.....	5
COMMERCE, ASSURANCE, ARBITRAGE ET SPECULATION.....	5
TAUX FIXES, CONTROLES DIRECTS ET DEPOTS	7
<i>Taux de change fixes</i>	<i>7</i>
<i>Contrôle des changes et des capitaux</i>	<i>7</i>
<i>Dépôts obligatoires.....</i>	<i>8</i>
FISCALITE.....	9
III. LE FONCTIONNEMENT DE LA TAXE TOBIN.....	13
COMMENT LA TAXE FONCTIONNERAIT	13
L'ASSIETTE DE LA TAXE	15
<i>Exemptions.....</i>	<i>16</i>
<i>Les opérations imposables</i>	<i>16</i>
PERCEPTION DE LA TAXE	18
COMBIEN DE RECETTES?.....	19
... ET AU PROFIT DE QUI?	20
IV. POUR OU CONTRE LA TAXE TOBIN	21
L'EFFET DISSUASIF	21
LES EFFETS SUR LES TRANSACTIONS BENEFIQUES	22
LA TAXE EN TANT QUE SOURCE DE RECETTES.....	24
LA TAXE COMME "TAMPON FISCAL"	25
QUALITES PRATIQUES	26
CONCLUSIONS	27
BIBLIOGRAPHIE	29
PUBLICATIONS RECENTES DES SERIES ECONOMIQUES	33

Tableaux

TABLEAU 1: TAUX EFFECTIF ANNUALISE SIMPLE DE LA TAXE TOBIN POUR DIFFERENTES PERIODES DE ROTATION, SUR LA BASE D'UN TAUX DE CHANGE CONSTANT	15
TABLEAU 2: ESTIMATION DES RECETTES D'UNE TAXE TOBIN	19

I. Introduction

La première proposition concrète de taxe sur les opérations au comptant comprenant une conversion de monnaies a été faite par l'économiste américain et lauréat du prix Nobel James Tobin, lors d'une conférence à l'université de Princeton en 1972¹. Le professeur Tobin a ensuite développé cette idée dans son Discours présidentiel à l'Eastern Economic Association en 1978, un discours publié ensuite dans l'*Eastern Economic Journal*².

Depuis lors, l'adoption de ce que l'on appelle maintenant "Taxe Tobin" a figuré à des intervalles réguliers dans les ordres du jour politiques. L'idée de "jeter quelques grains de sable dans les rouages bien huilés de la finance internationale" présente un attrait particulier dans les périodes de turbulences sur les marchés financiers mondiaux.

Une taxe Tobin serait prélevée sur les opérations de change à un taux *ad valorem* uniforme, mais bas. Le professeur Tobin a suggéré lui-même des taux de 0,2% , 0,5% et 1%. Le Premier Ministre français Lionel Jospin a suggéré en 1995 un taux de 0,1%, "*qui ne pénaliserait pas les investissements à dix ans mais les placements à dix jours*"³.

Lorsque l'opération est la conséquence d'un investissement à long terme, un tel taux ne représenterait en effet qu'un coût supplémentaire négligeable par rapport à l'ensemble du projet. En revanche, si la transaction est une spéculation à court terme, où l'on acquiert et revend une devise dans l'intervalle de semaines, de jours ou même d'heures, cela pourrait représenter une charge considérable, et "*augmenter le risque de perte de change*"⁴.

Une taxe Tobin servirait plusieurs objectifs.

- Dans la mesure où les transactions spéculatives à court terme ont un effet *déstabilisant* sur les marchés de devises (voir la section suivante), une diminution du volume de ces transactions réduirait la volatilité des taux de change. Cela améliorerait, à son tour, le climat financier des échanges "réels" de biens et de services.
- La taxe jouerait aussi le rôle de "tampon fiscal" entre les économies. Le gouvernement d'un pays dont la monnaie est menacée devrait élever les intérêts à court terme dans une moindre mesure que ce ne serait autrement le cas, afin de défendre une parité déterminée. L'effet potentiellement défavorable sur la croissance et sur l'emploi serait réduit en conséquence.
- La taxe serait aussi, bien sûr, le moyen de prélever des recettes - peut-être quelque 360.000.000.000 dollars US par an à l'échelle mondiale, sur la base d'un taux de 0,5% et d'un volume d'échanges sur le marché d'un trillion de dollars US pour chacun des 240 jours

¹ Publiée dans *The New Economics: One Decade Older*, de James Tobin, Princeton University Press, 1972, p. 88-93.

² "A proposal for international monetary reforms", *Eastern Economic Journal*, 4, 1978.

³ "1995-2000, Propositions pour la France", de Lionel Jospin.

⁴ Tobin, 1972.

ouvrables de la branche⁵. Le professeur Tobin proposait que ce produit soit versé à un fonds central contrôlé par le FMI ou par la Banque mondiale, ce qui mettrait des ressources considérables à la disposition de programmes internationaux de stabilisation.

D'un autre côté, le prélèvement d'une taxe Tobin poserait aussi quelques fâcheux problèmes.

- Il serait nécessaire que toutes les places financières de la planète s'accordent à l'appliquer - sinon les marchés de devises émigreraient vers les places "hors taxe". Les problèmes que présente l'adoption d'une retenue à la source sur les intérêts, ne serait-ce que dans le cadre de la seule Union européenne, ne sont pas de bon augure quant aux chances de succès pour un accord international de ce genre.
- Prélever une taxe sur un volume estimé à 1 ou 1,5 trillions de dollars US *par jour* représenterait un travail administratif formidable, même si la taxe avait pour effet de réduire le total. Le volume des échanges de devises d'un mois correspond *grosso modo* à la valeur des échanges commerciaux mondiaux d'une année.
- On rencontrerait encore des problèmes considérables pour définir:
 - *l'assiette de la taxe* (la taxe frapperait-elle les interventions des banques centrales sur le marché, ou les transactions entre d'autres organismes étatiques ou internationaux? Frapperait-elle aussi les échanges "bénéfiques" des teneurs de marché ou des intermédiaires financiers apportant des liquidités à effet stabilisateur?);
 - *les opérations imposables* (une taxe uniquement sur les transactions de change serait facilement évitée en passant par les marchés des produits dérivés).
- Il n'est même pas certain qu'une taxe Tobin ait un effet stabilisateur sur les taux de change. Au moment où une monnaie serait attaquée par les spéculateurs, ceux-ci auraient presque certainement déjà tenu compte du coût de la taxe, et le résultat serait une volatilité encore plus grande, et non moins grande. Une taxe Tobin ne se serait pas montrée très efficace pour prévenir la chute du peso mexicain début 1995, par exemple, ou celle des monnaies du Sud-Est asiatique en 1997.

Discussion au Parlement européen

Les dernières discussions approfondies tenues par la sous-commission pour les affaires monétaires du Parlement européen sur la taxe Tobin et les questions connexes datent du 6 octobre 1993. Une audition publique sur la *Coopération monétaire internationale dans le cadre de l'élimination des restrictions dans le marché des capitaux* a porté, entre autres contributions, sur sept rapports d'experts extérieurs ainsi qu'un rapport de la présidente de la sous-commission, Christa Randzio-Plath. Ces exposés ont été publiés par la suite par la Direction générale des Etudes (Série Economique W-12/rév., janvier 1994).

⁵ Estimation de David Felix dans "The Tobin Tax Proposal", *Futures*, vol. 27, p. 195-208, Elsevier Science Ltd., 1995.

Certains de ces rapports se réfèrent aux propositions de taxe Tobin, mais de façon plutôt brève pour la plupart. Dans le rapport présenté par la présidente, cette taxe était considérée comme l'un de deux mécanismes pouvant limiter la spéculation, l'autre étant d'obliger ceux qui acquièrent des devises étrangères contre de la monnaie nationale d'en placer un certain pourcentage sous forme de dépôt sans rémunération à la banque centrale appropriée. A la différence de la taxe Tobin, ce mécanisme a déjà fait l'objet d'une certaine expérience pratique: il a été appliqué, par exemple, par le gouvernement espagnol pendant la crise du SME de septembre 1992.

Les experts étaient fortement opposés à une taxe ou à un dépôt spécial, qu'ils considéraient comme une forme de réintroduction du contrôle des mouvements de capitaux. Ce qui, comme le note le document de synthèse

"pénaliserait le développement des marchés financiers, qui représentent une part importante du PIB des Etats européens les plus hautement développés. Cela représenterait aussi un pas en arrière dans la réalisation du marché unique ...".

Certaines des contributions spontanées apportées pendant l'audition étaient toutefois moins hostiles à des restrictions limitées aux mouvements de capitaux. Une partie de l'assistance estimait qu'il fallait chercher des solutions aux problèmes pratiques posés par l'adoption d'une taxe Tobin. La conclusion largement partagée était qu'il fallait une coopération internationale beaucoup plus étroite en matière économique et monétaire:

"La stabilité de l'économie mondiale pourrait être améliorée par la coopération internationale, en particulier par la création d'un système monétaire global, d'une structure de supervision globale, d'un système de taxation global et d'un accord global de rationalisation des échanges"⁶.

Dans de telles conditions, il est en effet possible qu'une taxe Tobin devienne praticable.

⁶

Rapport de Michael Massourakis du Conseil des experts économiques de Grèce.

II. Les options pour réduire la volatilité

La taxe Tobin n'est que l'un des mécanismes possibles pour combattre l'instabilité sur les marchés internationaux de devises. Parmi ces mécanismes, le plus radical serait à coup sûr la réintroduction générale des restrictions sur les mouvements de capitaux, ce qui inverserait totalement le récent processus de globalisation des marchés financiers.

Il existe certainement des partisans d'une telle politique. Selon l'opinion la plus répandue, toutefois, la suppression des restrictions des flux de capitaux a exercé un effet globalement bénéfique sur l'économie internationale, et un retour généralisé au contrôle des changes, à l'inconvertibilité des devises et à d'autres procédés de ce genre plongerait le monde dans une profonde récession. C'est pourquoi des propositions plus élaborées - telles que la taxe Tobin elle-même - cherchent à maintenir la liberté de circulation des capitaux pour des utilisations productives, créatrices de richesses, tout en limitant les mouvements spéculatifs et déstabilisants.

Est-il possible, cependant, de faire une telle distinction?

Commerce, assurance, arbitrage et spéculation

La valeur des transactions internationales de change est estimée généralement à un montant allant de 1 à 1,5 trillions de dollars US chaque jour; de cette somme, seuls 5% sont directement liés au paiement de biens et de services. Plus de la moitié des transactions sont refaites en sens inverse dans la même semaine.

On ne peut cependant pas qualifier de "spéculation improductive" les 95% restants des transactions. Pour une grande partie d'entre elles leur but est l'assurance, y compris les opérations de change à terme servant à se prémunir contre les changements possibles du taux de change entre le moment de la conclusion du contrat et celui du règlement final. Ces transactions sont, elles aussi, importantes pour le développement des échanges internationaux "réels".

Une part substantielle des transactions de change est encore liée à l'arbitrage. Bien que ces opérations ne soient pas directement en rapport avec l'économie "réelle", elles peuvent être importantes pour éliminer les variations de prix - intérêts et taux de change compris - entre les différents marchés, permettant ainsi à l'économie globale dans son ensemble une meilleure efficacité. L'effet est une réduction de la volatilité des taux de changes, et non son aggravation.

Il n'en est pas moins difficile de distinguer clairement entre l'arbitrage stabilisateur et la spéculation déstabilisatrice.

D'un côté, certaines transactions peuvent apparaître d'un premier abord comme spéculatives, mais être en fait importantes pour la stabilité et l'efficacité des marchés financiers: par exemple, les opérations de couverture des opérateurs ("hedging") ou les opérations des teneurs de marché ("market makers").

D'un autre côté, ce qui peut sembler à première vue être une opération stabilisatrice peut être en fait une pure spéculation. Non seulement les institutions financières, mais aussi n'importe quelle entreprise peut se laisser aller à des spéculations à court terme sur des devises, afin d'accroître leurs profits. Seul le département des finances d'une entreprise sait si une opération au jour le jour sur les marchés des changes est une opération légitime de répartition des risques ou une pure spéculation.

C'est pourquoi il est extrêmement difficile de pénaliser seulement la spéculation à court terme. Limiter une mesure telle que la taxe Tobin aux marchés au comptant permettrait certes d'épargner certaines opérations légitimes de hedging à long terme, mais il resterait un dilemme fondamental: ou bien les mesures seraient d'une portée si restreinte qu'elles auraient peu d'effet pour réduire la volatilité des taux de change, ou bien on risquerait de jeter, avec l'eau du bain spéculatif, le bébé du commerce légitime.

Le problème est encore compliqué par la complexité croissante des opérations financière internationales. Par exemple, une simple taxe sur les transactions de devises à court terme sur les marchés au comptant pourrait être facilement évitée par les spéculateurs au moyen d'opérations sur les marchés des instruments dérivés tels que les opérations à terme, les options et les swaps financiers. Ces marchés ont notamment la propriété de permettre à ce qui semble être une "opération à long terme" sur des produits d'investissement de devenir en fait une "affaire à court terme" au comptant. Toutefois, une application de la taxe à toutes les transactions de dérivés pourrait entraîner une contraction violente de ces marchés et porter une atteinte considérable à la flexibilité du système financier international.

Ces difficultés ne réduisent cependant pas à néant tout argument en faveur d'une taxe sur les transactions . Le professeur Tobin a observé lui-même⁷ que des opérations stabilisatrices telles que les opérations de couverture et d'arbitrage sont devenues nécessaires précisément à cause de la grande volatilité des taux de change - en d'autres termes, ce sont des solutions de rechange, elles aussi. S'il y avait une taxe pour atténuer cette volatilité, il faudrait engager moins de ressources humaines et matérielles dans des opérations défensives à court terme au détriment d'une formation de capital productif⁸.

⁷ "On the efficiency of the financial system", *Lloyd's Bank Review*, juillet 1994.

⁸ Ce point fait partie d'une critique beaucoup plus générale de la théorie du "marché efficient". Ce qui peut apparaître comme une stratégie rationnelle chez des acteurs isolés peut produire un résultat cumulé irrationnel, comme dans le cas des "bulles" financières.

La critique considère aussi que les marchés ne tendent pas nécessairement vers l'équilibre, mais peuvent se caractériser par une volatilité croissante (un exemple souvent cité est celui du marché de la viande de porc, où chaque cycle apparaît graphiquement comme une "toile d'araignée" s'élargissant dans des fluctuations toujours plus larges des prix et des quantités). Les acteurs du marché ont tendance à agir sans être entièrement informés, ce qui peut conduire à des excès d'optimisme comme à des excès de pessimisme.

Enfin, l'intervention des pouvoirs publics destinée à corriger les imperfections du fonctionnement des marchés peut produire des résultats pervers aggravant l'instabilité - ce qui est ici aussi le résultat d'une information insuffisante et du laps de temps qui s'intercale entre les actions entreprises et leur effet pratique sur l'économie. Dans de tels cas, le "dysfonctionnement" du marché peut être exacerbé par un "dysfonctionnement" gouvernemental.

Taux fixes, contrôles directs et dépôts

Des expériences ont été faites avec différentes formes de taxation dans le but de réduire la volatilité des taux de change (voir la section suivante), mais les gouvernements ont préféré généralement des mesures plus directes.

Taux de change fixes

Pour éliminer la volatilité des taux de change, le moyen le plus évident qui s'offre est d'éliminer les taux de change eux-mêmes. C'est précisément ce qui a été réalisé dans l'Union européenne avec l'Union économique et monétaire.

A défaut de créer une monnaie unique, on peut aussi atténuer la volatilité par des systèmes de taux fixes et de fonds de stabilisation ou, de façon plus modeste, en fixant des marges de fluctuation comme dans le mécanisme des changes du SME. Cependant, le danger subsiste, pour tout ce qui n'est pas une union monétaire pleine et entière, que seule la volatilité à court terme soit réduite, au prix d'un déséquilibre latent et croissant. Cela peut conduire à des réalignements forcés, brutaux et "chaotiques" - ce qui a été notoirement le cas en septembre 1992 dans le MCE. *"Les tentatives de fixer le taux de change peuvent être réduites à néant ... par des attaques rationnelles qui portent en elles-mêmes leur propre réussite"*⁹.

Contrôle des changes et des capitaux

Une autre possibilité est de restreindre le droit d'échanger une monnaie contre une autre par une présomption d'inconvertibilité, par la réglementation des changes et par le contrôle direct du mouvement des capitaux. Un système rigide de rationnement centralisé des échanges de devises peut être installé, dans le genre de celui qui fut pratiqué dans les pays du bloc soviétique: un système qui ne peut toutefois être efficace que si un contrôle semblable est exercé au moins sur tout le commerce extérieur et sur les voyages à l'étranger. Un risque évident présenté par une telle politique est que le taux de change de la devise concernée n'ait plus qu'une relation minimale avec les données fondamentales de l'économie. En outre, le succès de cette politique dépendra vraisemblablement de l'étanchéité de l'isolation économique et politique du pays par rapport au reste du monde.

Parmi les restrictions moins draconiennes, on trouve des mesures telles que la limitation quantitative des devises pouvant être utilisées dans des voyages à l'étranger, le prélèvement d'un "Dollar Premium" sur les transferts de capitaux, etc. Des restrictions de ce type ont été régulièrement appliquées par le Royaume-Uni pendant les années 1960 et 1970 afin de défendre la parité extérieure de la livre sterling. On peut observer qu'elles ont causé des inconvénients considérables et un préjudice économique fort probable, sans réussir de façon notable à atteindre leur objectif.

L'article 73 C, paragraphe 2, du traité permet encore des restrictions temporaires des mouvements de capitaux entre les Etats membres et des pays tiers. Statuant à la majorité

⁹ "Two cases for sand in the wheels of international finance", de Barry Eichengreen, James Tobin et Charles Wyplosz, *The Economic Journal* 105, janvier 1995, p. 162-172.

qualifiée, le Conseil peut *"adopter des mesures relatives aux mouvements de capitaux à destination ou en provenance de pays tiers, lorsqu'ils impliquent des investissements directs, y compris les investissements immobiliers, l'établissement, la prestation de services financiers ou l'admission de titres sur les marchés des capitaux."*

Cet article ajoute cependant que l'unanimité est requise

"pour l'adoption de mesures ... qui constituent un pas en arrière dans le droit communautaire en ce qui concerne la libéralisation des mouvements de capitaux à destination ou en provenance de pays tiers."

Dépôts obligatoires

Différents gouvernements dont les monnaies faisaient l'objet d'attaques spéculatives ont réagi en instaurant des dépôts spéciaux obligatoires pour les transactions sur les devises. Un montant en monnaie nationale proportionnel à la position nette en monnaie étrangère doit être déposé, sans rémunération, auprès de la banque centrale nationale, ce qui crée une pénalisation financière correspondant aux intérêts perdus. En période de pression spéculative, les taux d'intérêt - et par conséquent la pénalité - ont tendance à augmenter.

Les actions entreprises par la Banque d'Espagne lors des crises du change en 1992 donnent un bon exemple d'une telle mesure - et des difficultés que comporte son application. Une circulaire émise par la Banque le 22 septembre 1992 ordonnait aux banques espagnoles d'effectuer un dépôt d'un an sans intérêts

"correspondant à la valeur équivalente en pesetas des accroissements par rapport aux chiffres, à la fermeture du 18 septembre, des positions longues de devises étrangères contre des pesetas, un dépôt avec les mêmes caractéristiques pour les accroissements de prêts et dépôts de non-résidents libellés en pesetas, et une réserve obligatoire de 100% sur les accroissements des dettes libellées en pesetas de banques (espagnoles et étrangères) auprès de leurs succursales, filiales et maisons-mères"¹⁰.

Il s'est toutefois rapidement avéré que cette mesure, qui visait la spéculation, nuisait en fait aux opérations financières et de couverture de risque associées au commerce extérieur de l'Espagne. Une nouvelle circulaire mieux ciblée a remplacé la première le 5 octobre, prévoyant

"un dépôt non rémunéré d'un an pour l'accroissement des ventes nettes à valeur jour et valeur demain ("tom-next") de pesetas à des non-résidents, et pour l'accroissement des ventes à terme de devises étrangères contre des pesetas à des non-résidents"¹¹.

Des doutes ont été émis sur l'utilité de cette action.

¹⁰ "Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: a Sceptical Note", de Peter Garber et Mark P. Taylor, *Economic Journal* 105, janvier 1995, p. 173-180.

¹¹ *Ibidem*

"En une semaine après l'instauration du dépôt obligatoire, le différentiel entre les taux d'intérêt nationaux et off-shore sur les swaps en pesetas était tombé trop bas pour décourager la spéculation. Les banques espagnoles avaient apparemment envoyé des pesetas à leurs filiales de Londres pour contourner l'obligation de dépôt"¹².

L'écart entre les taux internes et externes du swap atteignait un maximum de 0,11% par semaine pour le swap d'une semaine.

"Pour les spéculateurs qui attendaient une dévaluation imminente ... de quelque 5%, cela ne pouvait guère être plus qu'un inconvénient mineur ..."¹³.

Fiscalité

Comme dans bien d'autres domaines, John Maynard Keynes avait attiré l'attention en 1936 déjà sur la probabilité du rôle joué par les impôts sur les transactions, où ils favorisent les investissements à long terme par rapport à la spéculation à court terme. Dans le contexte de la formation des prix en bourse, il avait observé que ce genre de taxe dissuadait ceux dont l'objectif était le profit tiré du négoce des actions, mais non ceux qui s'intéressaient plutôt à l'économie réelle.

Statistiquement, l'effet relatif de dissuasion peut être illustré en calculant sur l'année le coût de toute transaction. Une taxe de 1% (voir *Calcul des taux d'impôt annuels équivalents*, p.14 ci-dessous)

"représente un coût annualisé de presque 8000% sur un aller-retour d'un jour, et 180% pour une semaine, 27% pour un mois, mais seulement 0,2% pour 10 ans"¹⁴.

Toutefois, toute taxe **imposée de façon unilatérale sur les transactions de change** aurait le grand inconvénient qu'elle pourrait être évitée encore plus facilement qu'un système de dépôts spéciaux. Par conséquent, le pays qui l'imposerait ne réussirait qu'à faire émigrer les échanges de ses propres institutions financières vers leurs concurrents étrangers, et la spéculation contre sa monnaie se poursuivrait ailleurs. Garber et Taylor font aussi remarquer que l'effet économique d'une taxe unilatérale

"n'équivaut à rien d'autre qu'à élargir la fourchette au bord de laquelle la monnaie nationale est la plus faible"¹⁵.

Une taxe unilatérale sur les transactions de change pourraient toutefois constituer un élément d'une **taxe générale sur les opérations financières**. Aux Etats-Unis, par exemple, il a été proposé d'adopter un impôt indirect sur les transferts de titres (Security Transfert Excise Tax -

¹² Eichengreen, Tobin et Wyplosz, *op.cit.*

¹³ Garber et Taylor, *op.cit.*

¹⁴ "The Unstable EMS", de B. Eichengreen et C. Wyplosz, *Brookings Papers on Economic Activity*, I 1993, p. 51-145.

¹⁵ *Op. cit.* p. 175.

STET) qui frapperait toutes les transactions sur les actions, obligations, options et instruments financiers similaires. Cela frapperait par la même occasion les transactions de titres US par les étrangers, et par conséquent les transactions de change.

Des expériences pratiques avec de telles taxes sur les transactions existent déjà. Le professeur Goodhart a fait le compte de comment il avait payé, en 1994, une taxe générale de transfert bancaire de 0,25% lorsqu'il avait retiré quelques *reals* en vue de quelques dépenses à Sao Paulo. Sur une somme de 290 reals, il avait payé 0,72 reals de taxe.

"... Même le temps et l'effort de l'employé de banque pour remplir le formulaire d'impôt coûtait plus que la misérable recette perçue"¹⁶.

Il en concluait qu'il ne servait à rien de taxer une transaction au-dessous d'un certain seuil, même si une telle exemption ouvrait la porte à de nouvelles possibilités d'évasion.

Des taxes peuvent aussi être prélevées sur des mouvements de capitaux à une seule direction. Dans les années 1960, les Etats-Unis d'Amérique ont perçu une "taxe d'égalisation des taux d'intérêt" ("interest rate equalisation tax") pour décourager les **sorties de capitaux**, et Israël a taxé dans le passé les **entrées de capitaux**. Leur but n'était cependant pas de décourager la spéculation, et si elles l'avaient eu elles n'auraient eu que peu d'effet.

Il existe un certain nombre d'autres solutions que les taxes sur les transactions. L'Allemagne et la Suisse ont perçu dans le passé des taxes sur la **valeur en capital des avoirs étrangers**. Toutefois, elles ont eu plutôt pour effet d'encourager l'investissement national à long terme au détriment de l'investissement à l'étranger, plutôt que de décourager la spéculation à court terme. Une autre possibilité serait de coordonner au niveau international les structures des **taxes nationales sur les gains en capital**, afin que des gains tirés d'opérations à très court terme soient frappés à des taux prohibitifs. Les chances que cette coopération se produise sont cependant extrêmement faibles, sans compter les problèmes administratifs que poserait l'identification des sources des gains en capital.¹⁷

Il a aussi été proposé d'adopter une **taxe d'égalisation des taux d'intérêt réels**, prélevée sur la base des différences de taux d'intérêt *réels* entre les différentes économies nationales. Le taux de cette taxe représentant

"l'écart entre la variation en pourcentage du taux de change nominal et la différence des taux d'inflation; c'est-à-dire la différence dans la parité internationale des pouvoirs d'achat (PPP, purchasing power parity)"¹⁸.

¹⁶ Prof. Charles A. Goodhart, *Journal of International and Comparative Economics* 20, 1996, p. 91.

¹⁷ Voir "The Tobin Tax and Exchange Rate Stability", de Paul Bernd Spahn, *Finance and Development*, juin 1996.

¹⁸ *Taxing International Short Term Capital Flows*, de Rodney Schmidt, Canadian Department of Finance, 1995

Si l'on admet que la spéculation se produit surtout à l'occasion de disparités entre les taux de change nominaux et les taux de PPP, mais que ces disparités ne sont que passagères, une telle taxe pénaliserait les flux à court terme et non ceux à long terme.

La plupart des analyses de ces taxes ou d'autres taxes imposées unilatéralement sur les transactions de change parviennent à la conclusion qu'elles seraient "*presque entièrement inefficaces*".¹⁹ Pour avoir une chance de succès, la taxe devrait être multilatérale et son respect imposé par un accord international. En d'autres termes, il faudrait que ce soit une "taxe Tobin".

¹⁹ Garber et Taylor, *op.cit.*

III. Le fonctionnement de la taxe Tobin

Les principes de base de la taxe Tobin proposée sont relativement simples. Une taxe modeste *ad valorem* serait perçue sur chaque transaction impliquant l'échange d'une monnaie contre une autre. Le professeur Tobin avait proposé à l'origine un taux entre 0,1% et 0,5%. Plus tard, il a proposé 1%, mais plus récemment il a suggéré 0,2%. D'autres économistes ou hommes politiques ont proposé différents taux, certains descendant même jusqu'à 0,01%.

Une taxe d'un tel niveau serait d'une importance négligeable pour les portefeuilles à long terme ou pour les investissements. Un taux de 0,5%, par exemple, n'élèverait que de 0,05% le coût initial de change annualisé d'un projet d'investissement sur dix ans²⁰.

En revanche, la taxe représenterait une charge supplémentaire importante pour les transactions à court terme.

Comment la taxe fonctionnerait

A supposer, par exemple, qu'un spéculateur prévoie une hausse du dollar US par rapport à l'euro, il pourrait s'engager par contrat à vendre par exemple 1 million d'euros pour une semaine et recevrait en contrepartie 1,1 millions de dollars US. Si, après une semaine, le dollar est monté à parité avec l'euro, il pourrait revendre ses 1,1 millions de dollars pour 1,1 millions d'euros, engrangeant ainsi un profit de 100.000 euros (10%).

Il est certain que ce profit serait soumis à un impôt normal; mais cela ne serait pas dissuasif pour la spéculation.

La taxe Tobin, en revanche, frapperait les montants *bruts* impliqués. A un taux de 0,5%, le spéculateur paierait une taxe de 5.000 euros à l'achat de ses dollars, et 5.500 dollars (équivalents alors à 5.500 euros) à la revente; cela fait une taxe totale de 10.500 euros, soit 10,5% du profit réalisé.

Même si l'on y ajoute les impôts normaux à payer, cela n'aurait guère d'effet dissuasif.

A supposer toutefois que la fluctuation attendue n'ait *pas lieu*, et que la parité dollar-euro reste constante cette semaine-là. La taxe Tobin devrait tout de même être payée sur les opérations de change. Dans ce cas, le spéculateur paierait 5.000 euros à l'achat des dollars, et 5.100 dollars à la fin de la semaine: un coût de 1% de son capital. Sur une base annualisée simple (voir page), cela reviendrait à un taux d'imposition de 52%.

En outre, si de fait l'euro *s'appréciait* par rapport au dollar, faisant de la spéculation une opération à perte, la taxe Tobin (à la différence des impôts sur le profit) serait encore à payer.

²⁰ Il y aurait évidemment une nouvelle charge si au bout de cette période l'investissement était liquidé et le produit rapatrié.

Calcul du taux fiscal annuel équivalent

La taxe Tobin sur une spéculation d'un jour, d'une semaine ou d'un mois, exprimée en pourcentage annualisé, peut être calculée de différentes façons.

La façon la plus simple, illustrée au tableau 1, consiste à supposer que la même transaction soit effectuée chaque mois, chaque semaine ou chaque jour de l'année, et de multiplier le taux de la taxe par deux pour les deux étapes de l'opération achat/revente, puis par 12, 52 ou 365 (dans ses calculs originels, Tobin prévoyait pour les transactions d'un jour seulement 240 jours ouvrables dans l'année). Une taxe Tobin de 1% sur une opération d'un mois donnerait donc un taux annualisé de 24% (1% x 2 x 12).

Une autre méthode consiste à supposer une somme de départ donnée, qui est utilisée ensuite pour des opérations d'un mois, d'une semaine ou d'un jour pendant une année, la somme diminuant à chaque fois du montant de la taxe prélevée la fois d'avant. Selon cette méthode, un spéculateur débutant avec 100 dollars US qui ferait des opérations mensuelles sans profit ni perte, se retrouverait avec seulement 78,5 dollars à la fin de l'année, ce qui représente un taux d'imposition annualisé de presque 21,5%. Des transactions d'une semaine laisseraient juste un peu plus de 35 dollars et le taux serait de 65% (par opposition à 104% selon la première méthode). Après 365 opérations d'un jour, il resterait encore un peu plus de 6,5 cents, et le taux d'imposition serait de 99,4% (730% selon la première méthode).

Les chiffres utilisés par Eichengreen et Wyplosz dans les *Brookings Papers* de 1993 sont basés quant à eux sur des taux composés obtenus par la formule suivante:

$$I + R = I + (2T/100)^P$$

ou R est le taux d'intérêt annualisé, T le taux d'imposition d'une transaction dans un seul sens, et P le nombre de transactions par année. Pour un taux d'imposition de 1%, cela donne les taux annualisés suivants:

mensuellement (12)	27%
hebdomadaire (30)	181%
journellement (220)	7.980%

Les chiffres utilisés se basent sur 30 semaines de négociation par an, et de 220 jours de négociation.

Toutes ces méthodes présupposent bien sûr que les montants changés au début et à la fin de l'opération sont les mêmes - c'est-à-dire que les taux de change sont restés constants pendant la période.

Cette brève illustration met en évidence deux points importants.

- Premièrement, le taux effectif annualisé d'une taxe sur le capital engagé croîtrait en proportion inverse de la période de rotation. Une opération comportant l'achat et la revente de devises étrangères sur une période d'un an serait grevée d'une taxe totale de 1% (0,5% x 2); de 12% sur une période d'un mois, de 52% sur une période d'une semaine; et de 240% sur une période d'un jour (voir tableau 1).
- En second lieu, la taxe n'aurait pas nécessairement pour résultat que toutes les spéculations cesseraient d'être profitables. Il faudrait un mouvement plus fort des parités pour rendre une opération donnée profitable, et la pénalisation d'un pari manqué serait plus forte.

Tableau 1: taux effectif annualisé simple de la taxe Tobin pour différentes périodes de rotation, sur la base d'un taux de change constant

Taux d'imposition nominal (%)	Taux d'imposition effectif (% annuel)					
	<i>1 jour/ jour de négociation*</i>	<i>1 semaine</i>	<i>1 mois</i>	<i>3 mois</i>	<i>1 an</i>	<i>10 ans</i>
0.01	7.3/4.8	1.04	0.24	0.08	0.02	0.002
0.05	36.5/24.0	5.2	1.2	0.4	0.1	0.01
0.1	73/48.0	10.4	2.4	0.8	0.2	0.02
0.15	109.5/72.0	15.6	3.6	1.2	0.3	0.03
0.2	148/96.0	20.8	4.8	1.6	0.4	0.04
0.25	182.5/120.0	26.0	6.0	2.0	0.5	0.05
0.5	365/240	52.0	12.0	4.0	1.0	0.1
1.0	730/480	104.0	24.0	8.0	2.0	0.2

* Comme Tobin l'a formulé, le taux annualisé a été calculé sur la base de ce qu'un aller-retour coûterait s'il avait lieu tous les jours, sur la base de 240 jours de négociation par an.

L'assiette de la taxe

Les difficultés que présente la détermination de l'assiette de la taxe pour tout prélèvement sur des transactions de change ont déjà été décrites.

Exemptions

Le premier problème serait posé par l'étendue de l'exemption de la taxe. Il serait peu sensé, par exemple, de prélever une taxe sur les **transactions effectuées par les gouvernements nationaux, les banques centrales ou les organisations internationales officielles** (bien qu'il ne soit pas entièrement impossible que certaines de ces opérations soient de nature spéculative - certaines banques centrales sont connues pour utiliser de cette façon une partie de leurs réserves en devises).

Comme l'a remarqué le professeur Goodhart, il serait aussi raisonnable d'exonérer les **petites transactions**. Il écrivait en 1996 - c'est-à-dire avant la monnaie unique - ce qui suit:

"à une époque où le coût des petits transferts bancaires de détail entre pays européens cause tant de mécontentement, et est considéré communément comme un obstacle sérieux à l'entrée des petites et moyennes entreprises sur le marché européen en dehors de leur propre pays, ce serait en quelque sorte une idée bizarre que de vouloir augmenter volontairement ce coût"²¹.

Toutes les opérations de change au comptant au-dessous d'un seuil de 10.000 écus, comme il l'a suggéré, devraient être exonérées de la taxe Tobin. Tout en reconnaissant que cela ouvrirait une échappatoire *"par laquelle un spéculateur pourrait simplement fractionner ses transactions en une myriade de petites transactions"*, les coûts qu'impliquerait cette opération pourraient dans une certaine mesure exercer un effet dissuasif.

Les propositions originelles de Tobin prévoyaient aussi la possibilité d'exempter globalement les **transactions à l'intérieur de "zones monétaires"**. Cela serait possible non seulement dans des cas évidents tels que les conversions de devises dans le cadre de l'Union économique et monétaire, mais aussi pour des transactions entre des monnaies officiellement liées par des accords de taux fixe (par exemple entre le dollar de Hong Kong et le dollar US). On ne voit cependant pas très clairement quels seraient les effets d'exemptions de ce genre. Exempter une zone qui pratiquerait quelque chose de moins rigide que des taux de change fixes - par exemple l'ancien Système monétaire européen - encouragerait exactement le genre d'opérations que la taxe Tobin cherche à empêcher.

On peut enfin se demander si les **opérations purement interbancaires** devraient être exemptées. Le professeur Goodhart est fortement opposé à cette idée. Parmi les spéculateurs probablement les plus importants, a-t-il observé²², on trouve les banques elles-mêmes; par ailleurs, la définition d'une banque est *"quelque peu poreuse"*. Le professeur Tobin a confirmé lui-même que la taxe doit être appliquée dans ce domaine.

Les opérations imposables

Il est encore plus difficile de définir le genre d'opérations auxquelles la taxe Tobin serait appliquée. En principe, la taxe serait prélevée uniquement sur les opérations de change au comptant. Toutefois, l'éventail des produits financiers dérivés qui existent actuellement permet

²¹ *Op. cit.*

²² *Op. cit.*

facilement aux spéculateurs d'opérer à volonté à long ou à court terme sur une devise donnée. Gerber et Taylor ont attiré l'attention sur ce fait dans leur article de 1995:

"Si l'opération de change est définie comme l'échange d'un dépôt en banque contre un autre dans une autre monnaie, ces échanges seront éliminés en faveur du marché des swaps de bons du Trésor en devises et de bons du Trésor à très court terme (même jour). Les bons échangés dans ces opérations liées seront vendus immédiatement en vue d'un dépôt. Le marché des changes prendra cette forme, aucune taxe ne sera payée, et les prises de position n'auront pas changé"²³.

Si l'on barre cette voie en étendant le champ d'application de la taxe aux transactions sur les bons du Trésor, le commerce se déplacera simplement vers d'autres dérivés équivalents aux opérations au comptant. La taxe Tobin serait victime de l'évasion, à moins que l'on trouve moyen de l'appliquer au moins aux marchés à terme et aux marchés des options et des swaps.

Dans les dernières années, on a déjà assisté à une croissance constante des marchés des dérivés, en comparaison des marchés au comptant. En 1989, le marché au comptant représentait 58% de l'activité totale. En 1992 il avait chuté au-dessous de 50%. En revanche, le marché des opérations liées avait grandi de 56%, pour représenter maintenant 40% de l'activité totale, une part constituée presque exclusivement d'activités entre banques. En même temps, les marchés "outright forward" et les marchés à terme avaient crû de 60% et le marché des options sur devises de 124%, alors qu'ils ne formaient que 10% du total en 1992. Environ deux tiers des transactions à terme et en swap avaient une échéance dans la semaine.

Certaines des difficultés à appliquer la taxe Tobin au marché des produits dérivés ont déjà été mentionnées dans la section précédente ("*Commerce, assurance, arbitrage et spéculation*"). Une autre question, sur laquelle l'attention a été attirée par Rodney Schmidt,²⁴ est celle du traitement des arrangements de compensations qui,

"par les compensations entre les sommes dues, pourrait réduire considérablement les montants de devises réellement échangés dans certaines transactions".

Même si l'on considérait faisable de prélever la taxe dans les marchés de produits dérivés existants, cela ne résoudrait pas le problème. Une fois la taxe imposée, de nouveaux produits financiers seraient inventés pour lui échapper. Comme Alice et la Reine de Cœur qui courent pour rester au même endroit, les organismes responsables de la taxe devraient élargir son champ d'application à "*un cercle toujours plus large de marchés de titres et de produits dérivés*".²⁵

Il est douteux que les procédures de formation des accords entre gouvernements nationaux, ou même que tout organisme international puissent faire preuve de la flexibilité et de la rapidité qui sont nécessaires dans de telles circonstances.

²³ *Op. cit.*

²⁴ *Feasibility of the Tobin Tax*, Ministère des finances du Canada, 1995.

²⁵ Garber et Taylor, *op. cit.*

Perception de la taxe

Il est généralement admis qu'une taxe sur les opérations de change imposée unilatéralement ou seulement par quelques places financières resterait inefficace, car facilement évitable: les transactions émigreraient rapidement vers les places n'imposant pas cette taxe. C'est pourquoi le professeur Tobin a proposé que cette mesure soit appliquée de façon concertée au moins par les pays des toutes les monnaies principales. Les administrations recueilleraient la taxe sur tous les paiements soumis à leur compétence et comportant une opération de change au comptant, que celle-ci concerne ou non la monnaie nationale. Un taux uniforme ferait l'objet d'un accord international.

Une des possibilités serait de placer la conception et la mise en œuvre de la taxe sous la responsabilité directe d'une organisation internationale telle que le Fonds monétaire international (FMI) ou la Banque des règlements internationaux (BRI). Il a été suggéré que le problème de l'évasion au travers de pays non-participants serait considérablement atténué si l'on faisait de l'application de la taxe une condition pour être membre du FMI et y faire des emprunts.²⁶ Le professeur Tobin a proposé que les pays appliquant la taxe, et qui généreraient la plupart des fonds, puissent prélever eux-mêmes la taxe sur les transferts vers les places plus petites qui ne l'appliqueraient pas.

L'identification des transactions soumises à la taxe et la perception de celle-ci présenteraient encore certains problèmes (assez semblables à ceux que présente la perception d'une retenue à la source sur les intérêts). David Felix estime que la perception serait assez facile au début, puisque les grandes banques internationales qui traitent les transactions de change sont *"peu nombreuses et ont l'obligation de tenir une comptabilité détaillée de leurs transactions à l'intention des autorités de surveillance et du fisc"*²⁷.

Il concède toutefois que

"avec le temps, les innovations à des fins d'évasion pourraient poser plus de problèmes. Les sociétés transnationales pourraient trouver des astuces comptables pour transférer des fonds dans leurs relations internes, les transactions pourraient être déplacées vers des paradis fiscaux offshore, etc. Ces acteurs verraient-ils dans la taxe une raison suffisante pour encourir les coûts et les risques d'une évasion à grande échelle? 'Quién sabe'?"

Il serait probablement nécessaire de réaliser la perception à travers les agences qui traitent le règlement des opérations de change: la Society of Worldwide International Financial Transactions (SWIFT) et des réseaux privés tels que VISA. Les contrats standard tels que l'International Foreign Exchange Master Agreement (IFEMA) pourraient contenir des clauses sur le paiement de la taxe. Toutefois,

²⁶ Voir par exemple *Control Options for International Currency Speculation*, de Jane Inch, Halifax Initiative Coalition, juin 1996.

²⁷ *Op. cit.*, p. 207.

"il sera difficile d'organiser la perception par des systèmes de compensation privés sans qu'il y ait un organisme de surveillance international"²⁸.

Combien de recettes?

L'estimation des montants qui seraient recueillis par la taxe Tobin dépend de plusieurs variables:

- le taux de la taxe;
- la mesure dans laquelle elle réussit à réduire les spéculations à court terme;
- la mesure dans laquelle certaines transactions sont exemptées;
- la quantité de "fuites" vers des places financières non participantes ou vers des transactions non taxées.

Tableau 2: estimation des recettes d'une taxe Tobin

Opérations de change taxables	Recettes annuelles (\$10 ⁹)	
	taux 1%	taux 0.5%
\$1 trillion x 240 jours de négociation = \$240 trillions		
moins 20% exemptions = \$192 trillions		
moins 20% évasion = \$144 trillions		
moins 50% réduction du volume des transactions		
= \$72 trillions assiette effective	720	360

Source: "The Tobin Tax Proposal", David Felix, 1995.

David Felix a fait quelques calculs approximatifs en 1995, sur la base d'un volume mondial de transactions de change d'un trillion de dollars US par jour (voir tableau 2). Il a supposé que 20% de ces transactions seraient exemptées, et que 20% éviteraient la taxe. Enfin, il a prévu une chute de 50% du volume des transactions en raison de l'introduction d'une taxe de 0,5% ou de 1%, tout en admettant que cette diminution des volumes échangés dépendrait probablement du taux de la taxe²⁹.

Des estimations de recettes basées sur des suppositions semblables ont été faites par Rodney Schmidt³⁰ sur la base d'un taux d'imposition de 0,1% et d'un volume d'échanges de 700 milliards pour chaque jour ouvrable. Son estimation est d'un total de recette de 54 milliards par an.

²⁸ Jane Inch, *op. cit.*

²⁹ A supposer que le chiffre de référence soit une chute de 50% pour une taxe de 1%, si le taux est moins élevé les recettes ne devraient pas tomber en proportion directe du taux, car la diminution du volume des transactions serait plus faible. C'est pourquoi la recette annuelle de 360 milliards de dollars US calculée par Felix pour un taux de 0,5% (à savoir la moitié du taux de 1%) devrait être une sous-estimation à la lumière de ses suppositions de départ.

³⁰ "Feasibility of the Tobin Tax", *op. cit.*

... et au profit de qui?

Bien que le but principal de la taxe Tobin soit de "jeter du sable dans les rouages de la spéculation", on lui a trouvé encore d'autres objectifs.

"Le motif de la récente poussée d'intérêt pour la taxe Tobin ... n'est pas d'ordre économique. C'est son potentiel de création de recettes pour financer des programmes internationaux d'utilité publique à une époque où les besoins explosent et où il est toujours plus difficile d'obtenir des fonds"³¹.

Deux types d'actions ont été désignés spécialement:

- les actions humanitaires et de maintien de la paix de l'Organisation des Nations Unies et de ses agences;
- les opérations visant à créer de l'ordre dans les systèmes internationaux de la finance et du commerce, à la charge des "institutions de Bretton Woods".

Le budget total des Nations Unies, toutes agences comprises, du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale se monte actuellement à 18 milliards de dollars US (avec 2,5 milliards de dollars d'arriérés de contributions, 1,8 milliards pour les opérations de maintien de la paix). Même une partie seulement du produit de la taxe Tobin apporterait donc à ces programmes internationaux un grand coup de pouce financier.

Dans sa proposition originelle, le professeur Tobin proposait que le produit de toute la taxe Tobin soit versé soit au FMI, soit à la Banque mondiale. Par la suite, il a proposé que les recettes soient partagées entre les organisations internationales et les gouvernements des pays ayant prélevé la taxe.

"Mais la formule de partage des recettes serait progressive. Les pays pauvres et les petits pays conserveraient la plus grande partie ou la totalité des recettes qu'ils perçoivent. C'est pour empêcher que leur absence du système ne sape celui-ci que leur participation est requise, et non pour tirer de grandes sommes de leur participation. Ce sont les grandes puissances financières qui seront les grandes sources de recettes pour les programmes internationaux"³².

Selon l'estimation de Felix, 50% des recettes seraient conservées par les gouvernements percepteurs, et 50% partagés entre le FMI, la Banque mondiale et les Nations Unies.

³¹ "Feasibility of the Tobin Tax", *op. cit.*

³² "A Currency Transaction Tax. Why and How", *Journal of International and Comparative Economics* 20, 1996, p. 85-90.

IV. Pour ou contre la taxe Tobin

Comme nous l'avons indiqué dans l'introduction, le principal objectif de la taxe Tobin serait d'atténuer la volatilité des taux de change en "jetant du sable dans les rouages de la spéculation". Un taux d'imposition entre 0,1% et 1% découragerait probablement les transactions de change "spéculatives" à court terme, et n'affecterait les investissements véritables que de façon marginale.

Dans quelle mesure ces estimations sont-elles réalistes?

L'effet dissuasif

Transposée sur une base annuelle, l'imposition d'une taxe légère sur les opérations de change à court terme semble bien devoir avoir un effet dissuasif. Une taxe de 1% sur chaque trajet d'une spéculation "aller-retour" donne un taux d'imposition annualisé de plus de 100% (voir tableau 1). Cela ne signifie toutefois pas que toute spéculation cesserait d'être profitable. Si la parité de la monnaie attaquée tombe de plus de 2% pendant la semaine de la transaction, il y aurait encore un profit. Du point de vue de l'opérateur, le taux annualisé serait alors sans importance.

La taxe éliminerait bien sûr les spéculations où seule une variation minimale des parités est attendue. Un grand nombre d'opérations interbancaires courantes comportant des marges modestes seraient certainement affectées. Toutefois, il est peu probable que la taxe exerce beaucoup d'effets sur les prises de position massives sur les marchés qui précipitent habituellement les grands bouleversements monétaires: par exemple, les événements qui ont affecté le MCE en septembre 1992, la chute des monnaies du Sud-Est asiatique en 1997 ou celle du *real* brésilien en 1999. Dans de tels cas, une taxe de 0,1% ou même de 1% est insignifiante par rapport aux changements attendus dans les parités.

Cette question a été examinée à fond par Kenen.³³ Une taxe de 1% (2% sur un "aller-retour") peut représenter un taux annuel composé de 180% pour un aller-retour d'une semaine. Mais

"à supposer que les acteurs du marché commencent à prévoir une dévaluation de 4% de la lire, à une probabilité de 0,5%, avant la fin de cette semaine, le gain que fait espérer un pari contre la lire est de 2%, ce qui représente, ici aussi, 180% sur une base annuelle".

Les défenseurs de la taxe Tobin ont certes admis qu'elle aurait peu d'effet dissuasif sur la spéculation dans les occasions où les marchés perçoivent des anomalies fondamentales dans les parités. Dans de tels cas, les gains tirés des "réalignements inévitables à court terme" dépasseront de loin le coût de la taxe.

Cette concession est encore équivalente presque à admettre un autre point important: à savoir que la plupart des périodes de turbulences sur les marchés des changes n'étaient pas tant dues à la faute des "méchants spéculateurs" qu'à celle des gouvernements ou des banques centrales, qui ont lassé grossir les décalages entre situation économique et relations de change. En 1992, par exemple, un

³³ "Capital Controls, the EMS and EMU", par Peter B. Kenen, *The Economic Journal* 105, janvier 1995, p. 181-192.

seul opérateur, George Soros, a vendu pour quelque 10 milliards de livres sterling et a obtenu un énorme profit lorsque la livre est tombée hors du MCE. Par la suite, des analyses³⁴ ont montré que les effets de la réunification allemande et d'autres événements avaient rendu presque inévitable un réalignement des parités; si les autorités étaient incapables de s'en charger d'une façon ordonnée, les marchés le feraient de toute façon. Les chances du pari de Soros étaient proches de 1.

Néanmoins, lors de ces événements les opérations de Soros et d'autres n'ont pas été de pures réactions. En prenant les positions de marché qu'ils ont prises, ils ont non seulement déterminé en grande partie le calendrier de la chute de la livre, ils l'ont fait presque certainement tomber plus bas que ce qu'aurait fait un réalignement technique. Dans ce sens, l'activité spéculative a effectivement accentué la volatilité des cours. Vers le milieu de 1993, par exemple, la livre sterling était nettement sous-évaluée en raison de la réaction excessive du marché, et elle ne s'est pas rétablie à des niveaux plus compatibles avec les données fondamentales avant plusieurs années.

Une taxe Tobin aurait-elle entraîné un résultat différent? Il est difficile de croire qu'un taux, même de 1%, aurait fortement découragé Soros. On peut même considérer que, loin de réduire la volatilité, une taxe l'aurait encore aggravée, puisque les positions prises sur le marché auraient dû encore couvrir le coût qu'elle représente.

Les effets sur les transactions bénéfiques

La seconde estimation à la base de la taxe Tobin est qu'elle n'exercerait que des effets marginaux sur les transactions légitimes - c'est-à-dire non spéculatives. C'est assurément vrai dans le cas des investissements de capitaux à long terme, où une taxe de 1% ne représente que 0,2% annualisée sur 10 ans, même si l'on suppose que le capital sera ensuite rapatrié.

Toutefois, comme l'exprime un article dans *The Economist*³⁵ (citant Michael Dooley de l'université de Santa Cruz),

"les spéculateurs ne se divisent pas facilement entre simples excursionnistes d'un jour et ceux qui prévoient un séjour plus long. Par exemple, des investisseurs directs dans un pays sont souvent les opérateurs les plus actifs sur les marchés des capitaux de ce pays".

Kenan, et d'autres avec lui, ont aussi attiré l'attention sur le problème, déjà mentionné, que pose la distinction entre opérations stabilisatrices et opérations déstabilisatrices. Bien qu'une taxe Tobin ait probablement fort peu d'effet sur la spéculation dans des périodes de réalignements massifs (voir ci-dessus), elle découragerait très certainement les paris sur de petites variations des taux de change. Toutefois, une forte proportion d'opérations de ce genre ont pour but principal l'assurance (voir ci-dessus, section "*Commerce, assurance, arbitrage et spéculation*"). La taxe pourrait donc

³⁴ Voir le Rapport du Comité des gouverneurs des banques centrales pour 1992 (avril 1993), et le rapport du Parlement européen (PE 205.217, 1993).

³⁵ Vol. 340, N° 7974 de juillet 1996.

réduire la spéculation, mais en contrepartie elle rendrait le commerce normal des biens et des services plus cher.

Goodhart observe que les banques transmettraient généralement le coût de la taxe Tobin en élargissant l'écart entre leurs cours acheteurs et leurs cours vendeurs. C'est pourquoi même un taux d'imposition très bas pourrait dissuader la spéculation. D'un autre côté,

"personne ne sait quel est réellement le multiple que représentent les opérations interbancaires de rebalancement, et puis ... le brusque élargissement des marges rendrait le marché plus étroit, plus coûteux et dans tous les cas plus volatile à très court terme que maintenant".³⁶

On ne sait donc pas, du moins pour le court terme, si la taxe Tobin limiterait la volatilité des taux de change, comme on l'a suggéré à l'origine, ou si elle l'accentuerait.

Une méthode permettant d'atténuer le préjudice porté aux opérations stabilisatrices tout en conservant un caractère dissuasif pour la spéculation a été proposée par Spahn³⁷. Il propose une taxe Tobin à "deux niveaux" se composant de

- une taxe permanente de base qui présenterait
 - un taux normal très bas pour les opérations de change au comptant (par exemple 0,2%);
 - un taux s'élevant à la moitié du taux normal (c'est-à-dire 0,1%) pour les opérations sur les dérivés.
- une "surtaxe de change" qui serait prélevée seulement dans les périodes de forte activité spéculative.

Lorsqu'on mettrait en œuvre la surtaxe, le coût des transactions augmenterait. On donnerait alors aux opérateurs le droit de refaire des contrats, ce qui encouragerait les marchés à atténuer les fortes fluctuations. Si cela se produit, selon les conclusions de Spahn, la menace d'une surtaxe serait suffisante et il serait rarement nécessaire de la mettre en œuvre.

J.R. Breton a fait récemment une proposition semblable de taxe internationale à plusieurs niveaux.³⁸ La taxe serait de 0,1% "en temps normal". Elle augmenterait pour atteindre de 1% à 10% lorsqu'une monnaie donnée faisant l'objet d'attaques aura été déclarée "en difficultés"; et elle serait perçue à des taux entre 10% et 50% "en temps de crise".

Cette idée de deux niveaux a été fortement critiquée comme étant probablement impraticable et entraînant des *"effets secondaires indésirables"*.³⁹ La taxe de base sur les transactions ne réduirait

³⁶ Goodhart, *op. cit.*

³⁷ Dans "The Tobin Tax and Exchange Rate Stability", 1996.

³⁸ "East Asian Economic Crisis: The Three Lessons", *Journal of World Affairs and New Technology*, avril 1998.

³⁹ Voir "Why 12/13/00 a Two-Tier Tobin Tax won't Work", de Janet G. Stotsky, *Finance and Development*, juin 1996.

pas réellement la volatilité des taux de change; une surtaxe à taux variable créerait l'incertitude sur les prix du marché; et puis,

"étant donné la complexité des stratégies à la base de l'utilisation des instruments dérivés, il serait impossible d'établir un taux pour les dérivés et un autre pour les instruments sous-jacents de façon à assurer une équivalence fiscale précise. Les marchés s'en rendraient compte rapidement."

La taxe en tant que source de recettes

Un des arguments en faveur de la taxe Tobin semble incontestable: même à un taux très bas, et même en cas de forte chute des volumes de transactions de change, elle rassemblerait d'énormes sommes d'argent. Cela soulèverait cependant un problème extrêmement délicat, celui de la distribution de ces recettes, ou de leur redistribution.

Si tout le produit de la taxe était retenu par les gouvernements des pays où elle serait perçue, cela aurait presque certainement pour effet un déplacement des richesses vers les pays possédant des places financières importantes, c'est-à-dire vers certains des pays les plus riches du monde. Cela serait considéré comme extrêmement inéquitable. Pour cette raison, différents mécanismes de redistribution ont été proposés (voir ci-dessus, section "... *et au profit de qui?*"). La plus radicale de ces propositions est certainement l'idée originelle de Tobin d'octroyer toutes les recettes au FMI et à la Banque mondiale, ce qui révolutionnerait le rôle de ces organismes internationaux.

De tels développements sont-ils réalistes, d'un point de vue politique? On ne peut ignorer le fait qu'une taxe Tobin constituerait un coût nouveau pour les opérateurs des marchés financiers, un coût qui serait transmis et qui serait supporté, en fin de compte, par l'économie "réelle", c'est-à-dire par les consommateurs. Une augmentation de la charge fiscale n'est jamais très populaire.

Il est certes vrai que les recettes retenues par les gouvernements nationaux pourraient servir à réformer leur système fiscal national. En particulier, les montants provenant de la taxe Tobin pourraient permettre un déplacement de l'imposition du travail vers l'imposition du capital, un des objectifs principaux de la politique fiscale actuelle dans l'Union européenne.

Une autre question est celle de savoir si les gouvernements nationaux sont prêts au douloureux sacrifice de leur souveraineté fiscale qu'implique la proposition de Tobin. Ni le FMI, ni la Banque mondiale ne jouissent actuellement d'une popularité sans mélange. Par ailleurs, la communauté internationale ne semble guère disposée à consacrer à l'aide au développement, ni même à la stabilisation, ne serait-ce qu'une fraction des montants qui seraient concernés.

Il y aurait encore des problèmes moins tangibles. La conscience que des montants aussi énormes sont disponibles pour des sauvetages financiers pourrait créer un risque moral, tant sur les marchés que chez les pouvoirs publics. Les spéculateurs seraient incités à prendre de plus grands risques, et les gouvernements à accumuler les dettes, et même à tolérer des conflits armés, dans la certitude que les pacificateurs des Nations-Unies finiront bien par arriver.

Enfin, les processus de perception et de distribution de la taxe Tobin comporteraient le risque de corruption tant privée qu'officielle, créant la nécessité de procédures de contrôles internationaux

rigoureux et complexes. Même l'Union européenne n'est pas encore parvenue à résoudre complètement cette difficulté.

La taxe comme "tampon fiscal"

Le troisième des principaux arguments en faveur de la taxe Tobin consiste dans l'idée que grâce à elle les politiques macroéconomiques des Etats seraient moins vulnérables aux pressions exercées par le taux des changes. En fait, cela est une conséquence de son effet dissuasif auprès des spéculateurs.

Lorsqu'une monnaie subit une pression sur le marché des changes, les pouvoirs publics disposent d'un certain nombre de mesures pour sa défense. La première est l'intervention de la banque centrale, ou des banques centrales, pour défendre la parité de la monnaie. Leur succès dépendra de l'importance de leurs réserves en devises, du montant des crédits en "stand-by" pouvant être mobilisés, et de la mesure dans laquelle la détermination et la fermeté des autorités seront prises au sérieux.

La seconde mesure défensive consiste à élever les taux d'intérêt à court terme. Pour que cette mesure réussisse, il faut que cette hausse soit suffisante pour compenser toute chute prévue du cours de la monnaie; et lorsqu'une chute importante est prévue, le taux d'intérêt en contrepartie peut être très élevé. Pour convaincre les marchés, il peut être nécessaire d'élever les taux d'intérêt annualisés à des pourcentages de deux ou trois chiffres avant la virgule. Même si c'est pour une courte période, de tels taux d'intérêt peuvent être extrêmement préjudiciables à l'économie nationale. Ce violent tour de vis monétaire peut avoir des effets durables sur l'investissement, la croissance et l'emploi.

On peut objecter que des problèmes de ce genre ne se posent que si l'on s'efforce de défendre une parité qui n'est pas réaliste. La politique fiscale et d'autres politiques doivent être ajustées en conséquence; ou alors, il faut laisser flotter la monnaie. La seconde de ces options, choisie par le Royaume-Uni le 16 septembre 1992, est préconisée comme solution permanente par une grande partie des théoriciens.

Même des taux de change flottants ne sont pas sans causer des coûts. Bien que les spéculations massives soient sans prise sur eux, ils peuvent présenter une volatilité tant à court terme qu'à long terme, comme l'a montré le cas de la livre sterling depuis 1992. Le coût de la couverture des risques de change est plus élevé et érode la compétitivité des acteurs économiques. La politique des taux d'intérêt ne peut plus être déterminée uniquement par les nécessités de la stabilité monétaire interne (comme c'est le cas par exemple dans l'Union économique et monétaire) mais doit, au moins dans une certaine mesure, tenir compte des réactions des taux de change. Elever les taux d'intérêt à des fins internes revient à apprécier sa monnaie, au détriment de la compétitivité des exportations.

Par conséquent, dans la mesure où elle atténuerait les pressions des taux de change, une taxe Tobin accroîtrait la liberté des gouvernements de se concentrer sur la gestion de leurs économies nationales.

On peut cependant objecter que ce ne serait pas nécessairement une bonne chose. Dans ses commentaires sur les propositions de Tobin, Goodhart conteste de nombreuses prémisses à la base du raisonnement du "tampon fiscal". Rien ne prouve, selon lui, que l'effet des modifications du taux d'intérêt sur le taux des changes "*soit aussi fort et aussi déstabilisant dans un système de changes flottants qu'il puisse entraver sérieusement l'autonomie monétaire nationale*"⁴⁰. En outre, les réactions des marchés des devises ne sont que le révélateur de l'opinion de ces marchés sur la politique économique du pays considéré prise dans son ensemble.

"Cette opinion peut être erronée ou partielle, ce thermomètre peut être mal lu, mais ce n'est pas nécessairement la meilleure politique que de chercher à supprimer les fluctuations du mercure dans le thermomètre parce que celui-ci est parfois trompeur."

Isoler ainsi les économies nationales des marchés des changes aurait, selon lui, pour effet que les gouvernements

"maintiendraient à bas niveau les taux d'intérêt internes, au risque d'aggraver une potentielle et future inflation. Je ne veux pas épargner aux gouvernements cette torture que sont les feux d'une censure continuelle des marchés, aussi imparfaite que soit cette censure".

Toutefois, aussi coloré que soit le langage de Goodhart, sa critique oublie une observation importante. Les économistes jouissent du luxe de pouvoir imaginer des solutions optimales sans avoir à le mettre en pratique. Les politiciens - en tout cas les politiciens démocrates - doivent être attentifs à l'opinion publique telle que l'expriment les urnes. A un niveau plus théorique, la question de l'importance relative des forces du marché et des choix politiques, dans la détermination de la politique économique, constitue une question fondamentale de la philosophie politique.

On peut retourner la formule de Goodhart et observer que le fait qu'une taxe Tobin puisse augmenter le risque que les électeurs fassent le mauvais choix ne constitue pas nécessairement un argument contre cette taxe.

Qualités pratiques

Pour évaluer la taxe Tobin, un dernier facteur entre en ligne de compte: la mesure dans laquelle on pourrait imposer son respect, ou, dans l'autre sens, la facilité d'évasion de cette taxe.

Nous avons déjà observé que beaucoup de choses dépendent de la question de savoir si la taxe pourrait être appliquée à un taux uniforme sur tous les marchés internationaux. Il faudrait trouver des moyens de prévenir le développement des paradis fiscaux pour le négoce de devises, où l'on verrait "les Iles Cayman remplacer Londres". Quelques réponses possibles ont été esquissées ci-dessus (voir "*Perception de la taxe*").

On verrait un problème plus sérieux dans la facilité avec laquelle l'assiette de la taxe pourrait s'évaporer, les échanges se déplaçant vers des marchés de succédanés de la monnaie. Par exemple, si la taxe n'était perçue que sur les échanges de dollars US contre des yens et *vice-versa*,

⁴⁰ *Op. cit.*

les échanges émigreraient rapidement vers les bons du trésor de trois jours, japonais et américains. Si l'on soumettait ces transactions à la taxe, les échanges pourraient se déplacer vers les marchés de matières premières: par exemple, des contrats sur des céréales libellés en dollars US contre des contrats sur des céréales libellés en yens. Et si l'on étendait la taxe à ces marchés, la spéculation pourrait se porter vers les opérations liées (swaps) sur les instruments dérivés. La perception de la taxe deviendrait l'histoire d'Alice et la Reine de Cœur (voir ci-dessus, "*L'assiette de la taxe*").

Dans de telles circonstances, il serait à craindre que les seuls à payer la taxe Tobin soient les opérateurs ordinaires des marchés de biens et de services. Les spéculateurs y échapperaient.

C'est ce qui explique la conclusion critique de l'audition de la sous-commission des affaires monétaires du Parlement européen en octobre 1993. L'introduction d'une taxe Tobin ne serait faisable qu'en tant que partie intégrante d'une réforme beaucoup plus générale du système monétaire international, comprenant une structure qui permette la surveillance globale des marchés financiers. Bien que les précédentes expériences d'entreprises d'une telle envergure - au moins depuis la conclusion des accords de Bretton Woods - ne soient pas bonnes, des événements récents ont fait inscrire en grandes lettres, dans les ordres du jour politiques, au moins certaines actions allant dans cette direction.

Conclusions

Quelles que soient les préférences entre les arguments pour et contre la taxe Tobin, il faut surtout garder à l'esprit qu'il ne s'agit là certainement que d'une solution de "second choix".

A l'intérieur du marché unique de l'Union européenne, par exemple, la réponse à la volatilité des taux de change n'a pas été trouvée dans une taxe sur les échanges de devises - toute proposition dans ce sens aurait été rapidement abandonnée. La réponse a été la création de la monnaie unique. Cette expérience donnerait à penser qu'à long terme la réponse à l'échelle mondiale serait une pareille création d'un moyen d'échange international unique, qui serait peut-être basé sur une corbeille dollar-euro (de la même manière, le système d'après Bretton Woods était basé sur le seul dollar US).

C'est pourquoi la question se pose: l'introduction d'une taxe Tobin comme mesure intermédiaire vaudrait-elle la peine de tous les efforts qu'elle exigerait?

En tant que solution uniquement du problème de la volatilité des taux de change, il faudrait probablement répondre: non. Il n'est pas établi que son effet de dissuasion de la spéculation déstabilisatrice l'emporte sur les préjudices qu'elle porterait aux opérations stabilisatrices - bien que l'on ne puisse nier l'importance de l'argument du professeur Tobin, selon lequel les opérations de couverture des risques de change et d'autres opérations d'assurance similaires sont nécessaires avant tout à cause de la volatilité des cours. Ce sont avant tout les problèmes de contrôle international et la facilité d'évasion qui font douter qu'elle puisse jamais être réellement efficace. Des économistes tels que le professeur Goodhart peuvent aussi objecter avec une bonne part de raison que des cours flottants, sans être une réponse parfaite, limitent les potentialités de spéculation plus efficacement que n'importe quelle taxe.

Toutefois, en tant que source de recettes pour les organismes internationaux et pour les politiques de développement, la taxe présente un grand attrait. Etant donné la difficulté de financer les programmes internationaux de santé et d'éducation publiques, de lutte contre les famines, d'aide aux réfugiés, ainsi que les opérations de maintien de la paix et les mesures de stabilisation des marchés financiers, une taxe même d'un taux très modeste apporterait déjà un changement considérable.

Enfin, quant à savoir si une taxe Tobin donnerait aux gouvernements une plus grande marge de manoeuvre dans la conduite de leur politique macroéconomique et si, dans ce cas, les résultats seraient purement positifs, voilà qui donne matière à discussion aussi bien au niveau politique qu'au niveau académique.

*

La faisabilité de la taxe Tobin dépend en fait moins de facteurs techniques et économiques que des développements politiques au niveau international. La recherche d'une "nouvelle architecture financière internationale" est en cours, avec pour but d'atténuer certains des effets les plus perturbateurs de la libre circulation des capitaux. Un "forum sur la stabilité financière" a été créé par le Groupe des Sept pour surveiller les événements.

Dans ce contexte, la taxe Tobin trouve de nouveaux partisans en tant qu'"*approche axée sur les marchés, visant à maîtriser la volatilité des taux de change due à la spéculation*".⁴¹ S'il fallait choisir entre cette approche et la réintroduction de contrôles des mouvements de capitaux - en particulier si ceux-ci sont imposés de façon unilatérale et par petits morceaux - l'option de la taxe Tobin ne manquerait certainement pas d'attrait.

⁴¹ Voir la lettre de Blaise Salmon au *Financial Times* du vendredi 12 mars 1999, indiquant que le parlement canadien avait conduit un débat et un vote sur une motion relative à l'introduction d'une taxe Tobin, et invitant le ministre canadien des finances à promouvoir cette initiative auprès du G7.

Bibliographie

- Breton, J.R.**, (1998), "East Asian Economic Crisis: The Three Lessons", *Journal of World Affairs and New Technology*, Vol I, n° 1, avril 1998.
- Chemin, A. et Maudit, L.** (1998), "Le ministère des finances juge irréaliste une taxation des mouvements de capitaux", *Le Monde*, 2 octobre 1998.
- Chenai, F. et Faujas, A.** (1998), "Les avatars de la taxe Tobin ou comment calmer la spéculation financière", *Le Monde*, 1^{er} septembre 1998.
- Cohen, D.** (1998) "Les mirages de la Tobin Tax", *Libération*, 29 juin 1998.
- Dornbush, R. et Frankel, J.A.** (1987), "The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 2464, décembre 1987.
- Duval, G.** (1997), "Comment maîtriser les marchés financiers. La taxe Tobin: une fausse bonne idée", *Alternatives économiques*, n°148, mai 1997.
- Economist* (1996), Vol. 340, numéro 7974 de juillet 1996.
- Eichengreen, B.** (1997), "Volatilité. Un mal à taxer ?", *Courrier de la Planète*, mars-avril 1997.
- Eichengreen, B. et Wyplosz, C** (1993), "The Unstable EMS", *Brookings Papers on Economic Activity I*, 1993.
- (1996), "Taxing international financial transactions to enhance the operation of the International Monetary System", in *The Tobin Tax. Coping with financial volatility*, Oxford University Press, 1996.
- Eichengreen, B., Tobin, J. et Wyplosz, C** (1995), "Two cases for sand in the wheels of international finance", *The Economic Journal* 105, janvier 1995.
- Felix, D.** (1995), "The Tobin Tax Proposal", *Futures*, Vol. 27, Elsevir Science Ltd., 1995.
- Garber, P. et Taylor, M.P.** (1995), "Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: a Sceptical Note", *The Economic Journal* 105, janvier 1995.
- Goodhart, C.** (1996), *Journal of International and Comparative Economics* 20, (1996).
- Gouverneurs des Banques centrales**, (1993), *Rapport 1992*

- Haq, M.Ul., Kaul, I. et Grunberg, I.** (1996), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility: Assessing the feasibility of a global foreign exchange transaction tax*, Oxford University Press, Oxford, 1996.
- Harribey, J.M.** (1998), *Capitalisme financier et Taxe Tobin*, ATTAC, novembre 1998
- Inch, J.** (1996), *Control Options for International Currency Speculation*, Halifax Initiative Coalition, juin 1996.
- Jospin, L.** (1995), *1995-2000, Propositions pour la France*, 1995.
- Kenan, P.B.** (1995), "Capital Controls, the EMS and EMU", *Economic Journal* 105, janv.1995.
- (1996), "The feasibility of taxing foreign exchange transaction", in *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, 1996.
- Massourakis, M.** (1994), in *Coopération monétaire internationale dans le cadre du relâchement des restrictions sur le marché des capitaux*, Parlement européen DGIV, janvier 1994.
- Maudit, L.** (1998), "Olivier Davanne a étudié pour Lionel Jospin la taxe Tobin", *Le Monde*, 12 octobre 1998.
- Michalos, A.L.** (1997), *Good taxes. The Case for Taxing Foreign Currency Exchange and other Financial Transaction*, Dundurn Press, 1997.
- Okba, L.** (1998), "Tobin or not Tobin ?", *L'Humanité*, novembre 1998.
- Parlement européen**, (1993), Report on Central Bank Governors' Report for 1992, PE 205.217, 1993.
- (1994), "Coopération monétaire internationale dans le cadre du relâchement des restrictions sur le marché des capitaux", Parlement européen DGIV, *Série économique*, W-12/rév., janvier 1994.
- Plihon, D.** (1996), "Déséquilibres mondiaux et instabilité financière", in *La mondialisation financière*, Syros, Paris, 1996.
- Reinhart, V.** (1991), "The Tobin Tax, asset accumulation and the real exchange rate", *Journal of International Money and Finance*, vol.10.n°4, 1991.
- Sau, R.** (1996), "Financial and Real Investments: Some Notes on Tobin Tax", *Economia-Internazionale* 49, février 1996.
- Salmon, B.** (1999), Lettre dans *The Financial Times*, 12 mars, 1999.

- Schmidt, R.** (1995), *Taxing International Short Term Capital Flows*, Ministère canadien des Finances, 1994.
(1997), "Feasibility of the Tobin Tax", *Département canadien des Finances*, janvier 1997.
- Schome, P. et Stotsky, J.G.** (1995), "Financial Transactions Taxes", *International Monetary Fund Working Paper: 95/77*, août 1995.
- Spahn, P.B.** (1996), "The Tobin Tax and Exchange Rate Stability", *Finance and Development*, juin 1996.
- Stotsky, J.G.** (1996), "Why a Two-Tier Tobin Tax Won't Work", *Finance and Development* 33(2), juin 1996.
- Sy, D.** (1997), "The View from Taft: the Tobin tax", *Businessworld*, 4 décembre 1997
- Tobin, J.** (1972), "The New Economics, One Decade Older", *Princeton University Press*, 1972.
(1978), "A proposal for international monetary reform", *Eastern Economic Journal* 4, 1978.
(1994), "On the efficiency of the financial system", *Lloyd's Bank Review*, juillet 1994.
(1994), "Une taxe sur les transactions internationales en devises", extrait du Rapport Mondial sur le Développement Humain 1994, *Futuribles*, n°192, 1994.
(1996), "A Currency Transactions Tax. Why and How", *Journal of International and Comparative Economics* 20, 1996.
(1996), *Prologue à The Tobin Tax: coping with financial volatility*, OUP, 1996.
(1997), "Why We Need Sand in the Market's Gears", *Washington Post*, 21 décembre 1997.
(1997), "Et si l'on taxait les mouvements de capitaux ?", *L'Humanité*, juin 1997.
- Tornell, A** (1988), "Real versus Financial Investment: can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion?", *Columbia University Discussion Paper n° 408*, 1988.
- Tricornot (de), A.** (1998), "Vive l'impôt mondial antispéculation: avec la crise asiatique, la 'Tobin tax' refait surface", *L'Expansion*, 19 février 1998.
- Warde, I.** "Le projet de taxe Tobin, bête noire des spéculateurs, cible des censeurs", *Le Monde diplomatique*, février 1997.
- Watchel, H.M.** "Trois taxes globales pour maîtriser la spéculation", *Le Monde diplomatique*, octobre 1998..

Publications récentes des Séries économiques

Improving cross-border payments in the euro area

(ECON-123, septembre 2000, En, F, De)

Stratégie pour l'économie de l'UE

(ECON-122, novembre 1999, En, F, De)

Aspects relatifs à la protection des consommateurs dans les UCIT/OPCVM Directives d'amendement du 17.7.1998

(ECON-121, novembre 1999, En, F, De)

Exchange Rates and Monetary Policy

(ECON-120, septembre 2000, En, F, De)

The Functioning and Supervision of International Financial Institutions (2 volumes)

(ECON-118, March 2000, En, F, De, summary/conclusions in all languages)

Questions politiques relatives à l'UEM et à l'élargissement

(Econ - 117, février 2000, EN, FR, DE, sommaire et conclusions en toutes les langues)

La Détermination des Taux d'Intérêt

(Econ - 116, janvier 2000, EN, FR, DE, sommaire et conclusions en toutes les langues)

Options de la BCE en matière de gestion des taux de change

(ECON-115, septembre 1999, EN, FR, DE, sommaire et conclusions en toutes les langues)

L'euro comme "Devise Parallèle" 1999-2002

(ECON-114, septembre 1999, EN, FR, DE, sommaire et conclusions en toutes les langues)

L'investissement public et privé dans l'Union européenne

(ECON-113, mai 1999, EN, FR, DE, sommaire et conclusions en toutes les langues)

La politique monétaire de la BCE au regard de l'article 105 du traité CE

(ECON-112, mai 1999, EN, FR, DE, sommaire et conclusions en toutes les langues)

Coût de la main-d'oeuvre et politique salariale dans l'UEM

(ECON-111, avril 1999, EN, sommaire et conclusions en toutes les langues)

La transmission de la politique monétaire dans la zone euro

(ECON-110, avril 1999, EN, sommaire et conclusions en toutes les langues)

La prévision des déficits budgétaires

(ECON-109, avril 1999, EN, sommaire et conclusions en toutes les langues)

Possibilité d'application d'une 'Tax Tobin' internationale

(ECON-107, mars 1999, EN, sommaire et conclusions en toutes les langues)

UEM: Relations entre les "participants" et les "non participants"

(ECON-106, octobre 1998, En, résumé/conclusions toutes langues)

Concurrence fiscale dans l'Union européenne

(ECON-105, octobre 1998, En,Fr,De)

Ajustement aux chocs asymétriques

(ECON-104, septembre 1998, En,Fr,De, résumé/conclusions toutes langues)

Les conséquences sociales des modifications des taux de la TVA

(ECON-103, avril 1998, En,Fr,Ge)

Le rôle international de l'EURO

(ECON-101, mars 1998 En, Fr, De, résumé toutes langues).

La surveillance dans le cadre de l'UEM

(ECON-102rev. février 1998, En, Fr, De, résumé toutes langues)

Les conséquences économiques et sociales du "duty free" à l'intérieur de l'UE" (W-30, octobre 1997, En, Fr, De, résumé toutes langues)

La coordination des politiques fiscales dans le contexte de l'Union monétaire

(E-6, oct. 1996, De, En, Fr).

L'impact de la TVA et des obligations Intrastat sur les PME

(W-25, mai 1996, En, Fr, Ne - résumé W-24 toutes langues).

Options pour un système définitif de la TVA"

(E-5, oct. 1995, De, En, Fr - résumé en Da, El, Es, It, Ne, Po).