

# LA « TAXE TOBIN » : MIROIR AUX ALOUETTES OU RÉPONSE À LA MONDIALISATION FINANCIÈRE ?

OLIVIER DAVANNE\*

**L**e succès rencontré en France par le projet de « taxe Tobin »<sup>1</sup> sur les achats et ventes de devises n'est pas réellement surprenant.

Au premier abord, la taxe Tobin semble offrir un « double dividende » similaire à celui souvent mis en avant en matière de fiscalité écologique. La taxation des activités polluantes a le double mérite de protéger l'environnement tout en procurant des recettes fiscales permettant de réduire d'autres prélèvements, notamment sur le travail.

De même, la taxation de la spéculation présente en apparence l'avantage de freiner une activité considérée par beaucoup comme une forme de pollution déstabilisatrice des économies capitalistes, tout en fournissant des recettes pour alléger les impôts ou financer certains projets<sup>2</sup>. On pourrait d'ailleurs presque parler de « triple dividende », car à cette dimension strictement économique se superpose souvent une dimension plus morale et la volonté de sanctionner les spéculateurs eux-mêmes.

Si beaucoup d'économistes ont ainsi une certaine sympathie de principe pour la taxe Tobin<sup>3</sup>, la grande majorité d'entre eux la juge cependant inapplicable sur un plan pratique. Deux difficultés sont généralement signalées.

La première porte sur la répartition du produit de la taxe entre les différents pays. Peter Kenen<sup>4</sup> a montré que la taxe devait être collectée par la banque contrepartie de la transaction (pour éviter les complications d'un système où tous les intervenants - entreprises, fonds d'investissement - devraient payer directement à leur administration nationale la taxe due). Comment ensuite répartir la somme collectée ? On imagine mal que le Royaume-Uni puisse garder l'essentiel du produit de la taxe collectée sur les transactions effectuées à Londres par des intervenants étrangers.

Le deuxième obstacle porte sur la possibilité d'un accord international sur le sujet. Nombreux sont ceux qui partagent l'opinion de Charles Wyplosz, professeur à l'Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales de Genève : « Pour que la taxe Tobin fonctionne, il faudrait que tous les pays du monde l'acceptent, sinon il suffira de positionner un bateau au milieu de l'océan Atlantique pour créer un paradis fiscal »<sup>5</sup>.

Ces deux difficultés, aussi réelles soient-elles, ne constituent pas les raisons fondamentales pour lesquelles nous avons pris clairement position contre cette taxe dans un rapport remis au Premier Ministre il y a

\* Professeur associé à l'Université Paris-Dauphine

un an<sup>6</sup>. De fait, l'indiscipline des centres *offshore* ne doit pas être considérée comme un obstacle insurmontable. Si le seul problème empêchant les peuples du monde de recevoir le « triple dividende » de la taxe Tobin était un manque de volonté politique de la part de certains gouvernements (centres *offshore*, Royaume-Uni en ce qui concerne la répartition du produit de la taxe...), la réponse serait bien évidemment de mener le combat avec ténacité jusqu'à la défaite des gouvernements réticents. En ce qui concerne les centres *offshore*, il ne faut d'ailleurs pas sous-estimer les moyens de pression disponibles pour les contraindre à respecter les règles définies au plan international.

Les raisons qui conduisent à rejeter la taxe Tobin sont bien plus profondes. D'une part, l'irréalisme de cette taxe est de façon presque irréductible liée au développement des innovations financières, quelle que soit par ailleurs la bonne volonté des gouvernements. D'autre part, même en se plaçant dans un univers financier tout à fait virtuel où cette taxe serait possible, son rendement serait considérablement plus faible que ne le prétendent ses défenseurs. L'impact économique global serait même probablement négatif si l'on prend en compte tous les coûts cachés de cette nouvelle forme de taxation, y compris, d'ailleurs, en matière de stabilité des marchés financiers.

La taxe Tobin ne s'attaque, avec irréalisme et une certaine maladresse, qu'aux symptômes - l'excès de spéculation - et non aux causes profondes de l'instabilité et de l'hypertrophie de la sphère financière. S'attaquer aux lacunes observées en matière de régimes de change, de supervision bancaire ou de transparence des marchés est la seule façon d'encaisser un « double dividende » : non seulement l'économie réelle bénéficiera d'un financement plus équilibré, mais de plus les spéculateurs pourraient y perdre l'essentiel de leurs sources de profit.

## **SAUF À LES INTERDIRE, LES INNOVATIONS FINANCIÈRES PERMETTRONT AUX INTERVENANTS SUR LES MARCHÉS DE CONTOURNER LA TAXE TOBIN**

Acheter des devises n'est pas le seul moyen de prendre des positions, spéculatives ou non, sur les taux de change. C'est pourquoi les défenseurs de la taxe Tobin soutiennent généralement que la taxe doit s'appliquer aux produits dérivés (contrats à terme, options...). Sur le plan des principes, la règle devrait être la suivante : tout produit dérivé devrait être taxé en fonction de la sensibilité de son prix aux évolutions des taux de change (en langage technique, le taux de la taxe devrait dépendre du « delta » du produit dérivé). Des produits à fort effet de levier, comme les options, doivent être plus fortement taxés car, dans le cas contraire, les spéculateurs les utiliseraient afin de minimiser le poids de la taxe.

Il faudrait donc assurer un suivi fin de toutes les innovations financières et, face à tout nouveau produit (options, produit structuré...) déterminer à chaque instant au niveau international le taux auquel la taxe s'applique. Par exemple, en ce qui concerne les options de change les plus usuelles, le taux de la taxe devrait en principe changer en permanence en fonction des cours de change, du prix d'exercice de l'option et de sa durée de vie car ce sont ces paramètres qui déterminent l'effet de levier offert aux spéculateurs. La littérature économique favorable à la taxe Tobin ne décrit jamais comment une telle usine à gaz fiscale pourrait fonctionner.

Soulignons d'ailleurs que les produits dérivés ne s'arrêtent pas aux opérations à terme et aux options. Les institutions financières ont multiplié les produits structurés, notamment des obligations qui versent des

intérêts dépendant de l'évolution de certaines variables financières (taux de change, taux d'intérêt, cours de bourse...). Ces produits peuvent permettre de spéculer sur l'évolution du marché des changes sans achats ou ventes de devises. Pour éviter le contournement de la taxe Tobin, il faudrait probablement envisager au plan international une interdiction, ou une taxation prohibitive, de ces produits.

Comme le dit Christian de Boissieu<sup>7</sup>, Professeur à l'Université de Paris I, « du point de vue des technologies bancaires et financières, le contexte a été bouleversé depuis 1978 », c'est-à-dire depuis que James Tobin a proposé la taxe qui porte son nom. Les innovations financières vident presque de son sens la notion même de transactions, et donc de taxe sur les transactions, car elles permettent à des agents de jouer sur l'évolution des marchés sans opération explicite d'achat ou de vente.

### LE MIRAGE DU « TRIPLE DIVIDENDE »

*A priori*, les arguments précédents devraient suffire à clore la discussion, sauf à refuser la réalité et à préférer évoluer dans un confortable univers virtuel. Pourtant, les défenseurs les plus convaincus de la taxe Tobin et de son « triple dividende » peuvent soutenir l'idée selon laquelle il faut fermer les marchés de produits dérivés et interdire tous les produits structurés de façon à rendre techniquement à nouveau envisageable une taxe sur les transactions. Il s'agit bien sûr d'une pure utopie, mais il est malgré tout intéressant d'examiner la réalité du triple dividende dans cet univers virtuel.

Il faut savoir que le fonctionnement concret du marché des changes n'a pas grand chose à voir avec la description qu'en font les défenseurs de la taxe Tobin, prompts à dénoncer les 1500 milliards de

dollars de transactions quotidiennes, supposées spéculatives car sans aucune mesure avec la taille de l'économie réelle. Pour analyser correctement les effets de la taxe Tobin, il faut examiner de plus près la nature des opérations sur le marché des changes et le rôle qu'y joue la spéculation.

Le marché des changes a effectivement une taille gigantesque. Le chiffre de 1500 milliards de transactions quotidiennes (plus que le PIB annuel d'un pays comme la France...) provient de l'enquête triennale menée en avril 1998 sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI)<sup>8</sup>. Ces estimations ne doivent cependant pas faire illusion sur la nature des opérations concernées.

La très grande majorité des transactions sur le marché des changes constitue des opérations d'arbitrage sans risque visant à améliorer la liquidité, c'est-à-dire l'efficacité technique du marché. Ces opérations d'arbitrage n'existent que parce que les coûts de transaction sont extraordinairement faibles. Pour les très grandes devises et de larges transactions, ils sont de l'ordre de 0,02 %. Multiplier les coûts de transaction par un facteur 5 ou plus changerait radicalement la structure du marché des changes et, suite à la disparition de nombreuses opérations d'arbitrage, le volume des transactions et la liquidité chuteraient considérablement<sup>9</sup>.

De façon encore plus fondamentale, dans le marché actuel, la multiplication des transactions est également une façon d'apparier par tâtonnement les véritables acheteurs et vendeurs finaux qui se trouvent hors du système bancaire. Quand un vendeur se présente, le courtier accepte d'être contrepartie bien qu'il n'ait pas de véritable acheteur disponible et revend sa position à un autre intermédiaire (au même prix : en l'absence de taxe, il s'agit d'une opération blanche) qui fera la même chose jusqu'à ce que soit trouvée une contrepartie à l'extérieur du système bancaire (processus dit de la « patate chaude »). Ce

système deviendrait impossible, même avec la plus petite des taxes et le marché deviendrait très vraisemblablement un marché tout électronique : un ordinateur central se chargerait d'apparier directement, c'est-à-dire avec une grande économie de transactions, acheteurs et vendeurs non bancaires.

Remarquons que le recours aux marchés électroniques est déjà une tendance forte pour la plupart des produits financiers (cf. l'issue du combat entre le marché anglais - à la criée - et le marché allemand - électronique - sur les contrats de taux d'intérêt allemands). Sur le marché des changes lui-même, en l'absence de toute taxe, plus de 10 % des transactions étaient déjà automatiques en avril 1998, soit plus d'un doublement de la part de marché des systèmes électroniques depuis 1995.

La transformation radicale de la structure du marché des changes après l'introduction d'une taxe suffirait à provoquer l'effondrement du volume des transactions et donc des recettes potentielles de la taxe. Les chiffres mis en avant par ATTAC<sup>10</sup>, l'association militant activement pour l'instauration de la taxe Tobin, manquent totalement de réalisme même s'ils s'appuient sur quelques trop rares travaux universitaires. La plate-forme d'ATTAC soutient que « même fixée à un taux particulièrement bas de 0,1 %, la taxe Tobin rapporterait près de 100 milliards de dollars par an »<sup>11</sup>. Si l'on pense possible de collecter par un nouvel impôt des sommes aussi considérables, il est pour le moins nécessaire de ne pas s'arrêter à des calculs globaux théoriques, mais de regarder précisément qui payerait cette taxe, notamment après généralisation des échanges électroniques et modification des techniques financières usuelles telles les *swaps*. Ce travail de base n'a, semble-t-il, jamais été fait soigneusement.

On peut distinguer trois catégories principales de « contribuables » potentiels : les entreprises, les « spéculateurs » purs

qui multiplient les arbitrages risqués entre marchés, et les grands gestionnaires de fonds (fonds de pension, OPCVM, compagnies d'assurance). Il est impossible d'avoir une idée précise de la répartition de la charge entre ces trois catégories, mais des calculs de coin de table et un minimum de bon sens conduisent à beaucoup relativiser les chiffres avancés par ATTAC.

Les transactions sur le marché des changes au titre des opérations « réelles » des entreprises, essentiellement le commerce international et l'investissement direct, sont difficiles à estimer précisément<sup>12</sup>. Si on retient 5 000 milliards de dollars par an, une taxe de 0,1 % rapporterait 5 milliards de dollars en provenance des entreprises. Notons que ces 5 milliards de dollars de recettes ne constituent pas un triple, voire un double, ni même un simple dividende. Payée directement par les entreprises et indirectement par les consommateurs, cette partie de la taxe Tobin a la nature d'une taxe - faible - sur le commerce international et celle-ci n'a que des inconvénients par rapport aux modes de taxation plus traditionnels portant sur la production et la consommation.

Les investisseurs institutionnels, c'est-à-dire les fonds de pension, OPCVM et compagnies d'assurance, seraient beaucoup plus touchés par la taxe que les entreprises car ils ont l'obligation d'utiliser le marché des changes pour leurs investissements internationaux. Si on se fie à la classification de la BRI, leurs opérations quotidiennes représentaient 280 milliards de dollars en avril 1998, soit un peu moins de 20 % du total des échanges. Une taxe de 0,1 % leur coûterait ainsi environ 70 milliards de dollars si le volume de leurs transactions reste inchangé<sup>13</sup>. Il est difficile de savoir dans quelle proportion les opérations des investisseurs internationaux institutionnels baisseraient en réponse à cette taxe. Si elles chutent des deux tiers ou de la moitié, le rendement annuel serait ramené entre

23 et 35 milliards de dollars. Cela représenterait entre 0,1 % et 0,2 % des sommes gérées par ces investisseurs<sup>14</sup>.

En première analyse, pour la partie collectée sur les investisseurs institutionnels, la taxe Tobin s'interprète comme une taxe sur l'épargne - pesant sur les rendements servis aux ménages utilisant ces véhicules d'épargne - centrée sur la partie de celle-ci investie à l'étranger. Une taxation ainsi accrue des revenus du capital, afin de diminuer les prélèvements pesant sur le travail, a du sens dans les pays qui taxent aujourd'hui très différemment ces deux sources de revenus. La taxe Tobin est cependant une taxe très particulière en ce qu'elle ne taxe pas toute l'épargne, mais seulement celle investie dans un pays situé dans une autre zone monétaire. Un Français qui a des actions françaises et allemandes ne la paie pas (opérations internes à la zone euro), alors que s'il achète des actions anglaises, il subit le prélèvement. Quel sens peut bien avoir cette pénalisation sélective du mouvement d'internationalisation des portefeuilles ? La diversification des placements permet en principe aux investisseurs de réduire le niveau de risque sans porter atteinte au rendement et elle n'a aucune raison d'être découragée par la fiscalité.

D'autres instruments de taxation du capital, comme la CSG fortement relevée par le gouvernement français au cours des dernières années, paraissent nettement préférables. Au total, la taxe Tobin, totalement ciblée sur la seule épargne internationalisée, apparaît comme une mauvaise réponse aux questions posées par l'équilibre entre la taxation du capital et celle du travail<sup>15</sup>.

Les spéculateurs purs constituent la troisième catégorie de « contribuables » potentiels qu'il faut examiner. Cette catégorie est difficile à définir de façon très précise, mais l'attention se concentre généralement sur les opérateurs de marchés, c'est-à-dire les *traders* des salles de change, et les

gestionnaires de fonds très spéculatifs travaillant pour les *hedge funds*.

Il est clair que ce sont des catégories qui seraient très pénalisées, à des degrés divers, par l'introduction de la taxe Tobin<sup>16</sup>. Avec l'informatisation quasi-totale des transactions, les effectifs dans les salles de change seraient appelés à diminuer de façon considérable. D'une part, la clientèle la plus importante aurait directement accès aux marchés des changes de façon électronique. D'autre part, il deviendrait probablement très peu rentable de spéculer de façon très active sur le marché des changes entre grandes devises (nous reviendrons plus loin sur le cas des devises des pays émergents), car le coût de la taxe deviendrait dissuasif pour des opérateurs hyperactifs multipliant les achats et les ventes. Il faut cependant observer que cette pénalisation importante ne conduirait pas à des recettes importantes car la taxe Tobin entraînerait l'arrêt pur et simple des activités devenues non rentables. Au total, les pertes d'emploi seraient vraisemblablement importantes dans ce secteur de la finance, mais les recettes tirées de la taxation de la pure spéculation seraient sans doute très modestes, quelques milliards de dollars au mieux. Par ailleurs, une partie des emplois ainsi perdus dans la banque seraient recréés dans le secteur de l'ingénierie financière et fiscale, c'est-à-dire dans la conception de produits ou de techniques financières permettant de contourner la taxe.

Le premier dividende, celui qui porte sur les recettes, est donc limité. A supposer qu'elle soit réalisable, la taxe Tobin rapporterait probablement beaucoup moins que ne le laissent croire ceux qui la défendent, elle toucherait les entreprises et les détenteurs de patrimoine de façon moins efficace que les impôts existants et elle engendrerait des coûts de gestion importants. Elle aurait par ailleurs un impact très négatif sur les intermédiaires du marché des changes (banques, *traders*...) et de ce

point de vue, certains pourraient se réjouir de l'existence confirmée du troisième dividende, c'est-à-dire de la pénalisation d'activités dont l'utilité sociale apparaît discutable. Au-delà de cette possible satisfaction morale, faudrait-il espérer de cette sanction des « spéculateurs » un meilleur fonctionnement de la sphère financière ? Qu'en est-il donc du principal dividende attendu, c'est-à-dire de la capacité de la taxe Tobin à stabiliser les marchés financiers ?

Sur le marché des changes, le mot de spéculation recouvre plusieurs réalités très différentes. D'une part, on trouve les positions prises contre des systèmes de taux de change fixes. Celles-ci sont à l'évidence profondément déstabilisatrices car, avec ou sans succès de la spéculation, les crises de change engendrent toujours des coûts économiques et sociaux importants. À l'évidence, une taxe sur les transactions constitue un frein à de telles activités de spéculation. Cependant, celui-ci ne doit pas être exagéré. Qu'est-ce que 0,1 % quand une dévaluation de 10 %, 20 %, voire 30 % est anticipée ? Une taxe Tobin n'aurait probablement permis d'éviter aucune des dévaluations observées dans les pays émergents depuis deux ans. De plus, d'autres méthodes bien mieux ciblées existent, et ont d'ailleurs été employées, pour renchérir le coût de la spéculation<sup>17</sup>. De façon plus fondamentale, nous soulignerons plus loin que c'est le principe même des taux de change parfaitement rigides qui devrait être remis en question.

En ce qui concerne plus de 95 % de l'activité sur le marché des changes, c'est-à-dire pour les principales devises qui flottent librement, la spéculation est d'une toute autre nature : il ne s'agit pas d'un jeu facile contre les banques centrales où il y a peu à perdre et beaucoup à gagner. Sur les principaux marchés des changes, le spéculateur, *trader* dans une banque internationale ou opérateur dans un *hedge fund*, doit battre le marché, c'est-à-dire

mieux anticiper que les autres la tendance du taux de change. Dans ce contexte, il est difficile de voir pourquoi la spéculation serait déstabilisatrice. Elle est « anticipatrice » : le spéculateur efficace est celui qui connaît bien le marché - ses peurs, ses doutes et ses paniques - et qui pense savoir comment celui-ci réagit de façon immédiate ou retardée aux nouvelles économiques et politiques. Il prend donc des positions pour profiter du mouvement qu'il anticipe. En général, cela fonctionne, sinon il a de fortes chances de ne pas conserver son emploi.

Au-delà de son expérience approfondie du marché sur lequel il opère, le spéculateur bénéficie souvent d'un accès privilégié à l'information. C'est notamment le cas quand il travaille dans une grande institution financière internationale. La qualité de l'information peut notamment résulter de la présence d'un service de recherche économique de qualité. Dans certains cas, à la limite du délit d'initié, surtout dans les pays émergents, l'institution, banque ou *hedge fund*, nourrit des rapports privilégiés avec les autorités politiques et en tire un avantage comparatif significatif relativement aux autres classes d'investisseurs. Enfin, et peut-être surtout, les grandes institutions financières disposent d'une vue d'ensemble sur les comportements des autres investisseurs et les tendances lourdes de l'offre et de la demande pour les devises, ou les autres classes d'actifs financiers.

Au total, c'est ce mélange d'expérience du marché des changes et d'accès privilégié à l'information qui permet aux *traders* des grandes banques et aux opérateurs de *hedge funds* de réaliser des profits spéculatifs. Que se passerait-il si la taxe Tobin conduisait à un marché totalement électronique et à exclure certains de ces intervenants ? Il est très peu probable que le résultat soit une stabilisation du marché des changes entre grandes devises. Il y a même des raisons de penser qu'un marché totale-

ment électronique pourrait devenir encore un peu plus aveugle, moins bien informé et plus volatile.

### LE « DOUBLE DIVIDENDE » D'UNE RÉFORME EN PROFONDEUR DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL

Tout ce qui précède ne doit bien sûr pas être compris comme une défense du fonctionnement actuel de la sphère financière. De nombreuses réformes sont à l'évidence nécessaires et certaines d'entre elles sont déjà engagées. Un chantier majeur porte sur la supervision des institutions financières au plan international. Si l'on veut éviter la récurrence des crises dans les pays émergents, il ne faut pas se tromper de priorité : quoi que l'on puisse en penser par ailleurs, ce n'est pas une taxe Tobin qui aurait pu sauver l'Asie ou la Russie des conséquences d'un système bancaire mal surveillé et en quasi-faillite !

Les réformes en discussion visent avant tout à assurer plus de stabilité au système financier international, mais certaines d'entre elles peuvent se montrer très efficaces pour réduire parallèlement, de façon réaliste et sans les effets pervers indirects de la taxe Tobin, les bénéfices tirés de la spéculation. Le thème de la transparence et la question des politiques de change méritent une mention spéciale.

L'absence de transparence est une des raisons fondamentales de l'hypertrophie de la sphère financière et de l'importance prise par les opérations qualifiées de spéculatives. Dans la finance rêvée des manuels d'économie, l'information est parfaite et les prix des actifs reflètent en permanence la réalité économique sous-jacente. Les volumes de transaction sont alors très limités, car les intervenants, également informés, n'ont guère d'espace pour

spéculer les uns contre les autres. Dans la finance réelle, l'information est souvent opaque, qu'elle porte sur la situation des États, sur celle des entreprises ou sur celle des marchés eux-mêmes et des armées de *traders*, de commerciaux, d'économistes et de banquiers d'affaires sont engagés dans une course à l'information pertinente. Le coût considérable de cette collecte désordonnée d'informations est essentiellement couvert par les bénéfices tirés des activités de marché. Dans ce contexte, la solution efficace n'est pas de taxer les transactions sur les marchés, mais plutôt de rechercher une meilleure transparence. Par exemple, un sujet tout à fait central est celui de la transparence des positions prises par les investisseurs. Comme indiqué précédemment, une des raisons d'être des salles de marché, c'est de collecter ce type d'informations qui constituent une matière première de première importance pour les *traders*. Or, ces informations stratégiques pourraient être rassemblées de façon considérablement plus efficace en mettant en place des obligations déclaratives et en chargeant des organismes publics (superviseurs bancaires, banques centrales, BRI...) de collecter et d'agrèger l'information de base<sup>18</sup>.

Par ailleurs, dans un tout autre domaine, la spéculation a tiré dans le passé un profit considérable de politiques de change inadaptées. La défense de taux de change rigides crée une formidable opportunité pour les opérateurs de marché qui vendent la devise avec un risque tout à fait limité : au pire (pour eux), celle-ci ne bouge pas, au mieux (toujours pour eux), ils reçoivent les bénéfices de la dévaluation. Or, comme l'a illustré la France à partir de 1993 en élargissant les marges de fluctuation au sein du SME, il existe des politiques de change beaucoup plus efficaces qui permettent dans la durée une grande stabilité des parités tout en diminuant l'exposition du change aux attaques purement spéculatives<sup>19</sup>.

Dans les débats portant sur la taxe Tobin, trois visions du rôle de la spéculation s'opposent. Il y a d'une part ce qu'il est convenu d'appeler l'approche « ultra-libérale », qui voit dans le spéculateur un maillon utile pour permettre aux marchés, par définition efficients, de fixer les bons prix. A l'autre extrême, le bon sens commun, marqué par la réalité des désordres financiers, tend à diaboliser le spéculateur, coupable de manipulation des marchés et responsable des crises. La taxe Tobin n'a probablement pas fini de faire parler d'elle, car elle répond parfaitement aux sentiments très négatifs que le plus grand nombre nourrit face aux opérations de spéculation. De plus, compte tenu de ses beaux atours et malgré l'impossibilité pratique de la mettre en oeuvre, la taxe Tobin est aussi utilisée par de nombreux militants politiques et associatifs comme un simple « produit d'appel » dans le cadre d'une mobilisation beaucoup plus générale contre des marchés financiers considérés par le président d'ATTAC comme « aussi liberticides et aussi meurtriers à l'échelle internationale que les pires

tyrannies politiques et militaires des temps modernes »<sup>20</sup>.

La troisième approche, qui sous-tend le présent article, partage le souci de limiter le rôle de la spéculation, dont l'utilité sociale est de façon générale limitée et parfois même franchement négative. Mais elle ne s'arrête pas aux stades de la dénonciation et de la diabolisation, puisqu'elle cherche à comprendre les moteurs profonds du phénomène. La spéculation se nourrit en amont des dysfonctionnements de la sphère financière : des politiques de change très mal conçues lui offrent l'opportunité de profits faciles contre les banques centrales et le manque de transparence des marchés financiers permet aux opérateurs placés aux endroits stratégiques de tirer le plus grand profit de leur accès privilégié à l'information. La réponse à l'excès de spéculation n'est pas la taxe Tobin, qui au mieux en attaquerait les symptômes plutôt que les causes profondes, mais une intensification des réformes pour rendre le système financier international plus robuste et plus transparent.

## NOTES

1. James Tobin, prix Nobel d'Economie en 1981, a proposé de taxer à un taux faible les transactions sur le marché des changes. On envisage généralement un taux se situant autour de 0,1 %. Un tel prélèvement n'aurait pratiquement aucun effet sur un intervenant qui investit pour une période longue, en revanche elle serait très pénalisante pour les activités de spéculation qui conduisent à multiplier les allers et retours entre devises. Voir l'article de référence de J. Tobin : « A proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal* 4, 1978.

2. Les supporters les plus actifs de la taxe Tobin se trouvent d'ailleurs maintenant parmi les personnes ou organisations impliquées dans l'aide au développement. Ils y voient la possibilité d'une ressource nouvelle à caractère international qui pourrait être affectée pour partie à des actions dans les pays les moins développés.

3. James Tobin n'a pas été le seul économiste connu à vanter les mérites d'une taxation à taux modéré des transactions financières, notamment sur le marché des changes. Par exemple, Joseph Stiglitz, maintenant l'économiste en chef de la Banque Mondiale, a défendu il y a une dizaine d'années, avec prudence, le principe d'une telle taxation. Voir « Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading », *Journal of Financial Research*, n°3, 1989.

4. Kenen, P. (1996) : « The Feasibility of Taxing Foreign-Exchange Transactions » dans « The Tobin Tax : Coping With Financial Volatility », Oxford University Press.

5. Enquête d'Alain Faujas sur la taxe Tobin dans *Le Monde* du 1<sup>er</sup> septembre 1998.

6. « L'Instabilité du Système Financier International », Collection des Rapports du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, 1998.

7. Discussion du rapport « L'Instabilité du Système Financier International », La Documentation Française, 1998.



8. Voir BRI : « Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998 », mai 1999.
9. Le phénomène serait probablement spectaculaire sur le marché des options de change. La taxe Tobin rendrait beaucoup plus coûteux les arbitrages entre les options et les devises sous-jacentes, ce qui ferait d'une part baisser les transactions et d'autre part pourrait rendre le marché des options beaucoup moins efficace, au détriment des entreprises. Par ailleurs, la moitié des transactions sur le marché des changes sont des *swaps* de taux de change (échange simultané de deux devises au taux décidé au moment du contrat et engagement d'échange inverse à une date future à un taux également décidé au moment du contrat). Ceux-ci sont notamment utilisés en couverture par des banques qui vendent des devises à terme aux entreprises. Si les *swaps* de taux de change sont taxés, le circuit changera radicalement pour éviter une taxation multiple (par exemple, l'entreprise peut tout simplement acheter ses devises au comptant et les placer auprès de sa banque jusqu'à la date où elle en aura besoin).
10. Association pour la Taxation des Transactions financières et l'Aide aux Citoyens.
11. Plate-forme de l'association ATTAC, disponible sur internet, [www.attac.org/fra/asso/doc/plateforme.htm](http://www.attac.org/fra/asso/doc/plateforme.htm).
12. L'introduction de l'euro a notamment fait disparaître une fraction significative des opérations sur le marché des changes initiées par les entreprises.
13. 0,1 % x 250 jours de trading x 280 milliards de dollars.
14. D'après le rapport annuel de la BRI pour 1998, les gestionnaires institutionnels géraient 21 000 milliards de dollars en 1995.
15. Notons également que, contrairement aux apparences, la taxe Tobin ne répond aucunement, même de façon minimale, au problème posé par l'évasion fiscale dans les centres *offshore*. Un Français qui veut frauder le fisc et assume les risques qui en découlent peut transférer ses avoirs en francs dans un paradis fiscal : investi en francs, il ne payera pas plus la taxe Tobin que s'il avait maintenu son patrimoine sur le territoire national.
16. La spéculation active sur le marché des changes ne constitue qu'une fraction assez minime de l'activité globale des « hedge funds ». Les plus touchés seraient ainsi les salles de change des banques commerciales et des banques d'investissement.
17. Par exemple, à partir de mai 1997, la Thaïlande a interdit aux banques thaïlandaises de prêter des bahts aux non résidents pour éviter qu'ils ne les vendent ensuite. Ceci a fait monter à des niveaux très élevés, et beaucoup plus pénalisant pour la spéculation qu'une taxe Tobin, les taux d'intérêt sur le marché du baht *offshore* (prêts en baht par des banques non situées sur le territoire thaïlandais). Voir FMI, « International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues », Septembre 1997, chapitre VII.
18. Voir Davanne, O. : « Transparence des portefeuilles financiers et maîtrise des risques de marché », rapport à l'intention de M. Dominique Strauss-Kahn, ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, Avril 1999. Disponible sur internet à [www.finances.gouv.fr/pole\\_ecofin/politique\\_financiere](http://www.finances.gouv.fr/pole_ecofin/politique_financiere).
19. Voir Bergsten, F., Davanne, O. et Jacquet, P. : « Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes », Rapport n° 18, Collection des Rapports du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, 1999. La taxation des entrées de capitaux courts, comme au Chili, peut notamment contribuer à la stabilité du système de change.
20. Bernard Cassen, « La dictature des marchés ? Un autre monde est possible », discours d'ouverture des rencontres internationales du 24 au 26 juin 1999.

