

Relations monétaires internationales

Cours de Mr Christian Bordes

Correction du TD11

La politique de change dans les pays émergents et en développement

Le contrôle des mouvements de capitaux

James Tobin : la vérité sur ma taxe

Les Échos, 11 septembre 2001

Lionel Jospin a pris, hier à Athènes, quelque distance avec la taxe Tobin en expliquant qu'il n'aimait « pas la pensée magique » et en mettant l'accent sur les réticences de James Tobin, le « père » de cette taxe, à l'encontre des organisations antimondialistes qui se sont saisies de cette idée. Le Premier ministre a estimé que les déclarations à la presse allemande de James Tobin étaient « un élément nouveau ». « Que le père de la taxe y reste sans doute fidèle, mais ait son opinion sur ceux qui la cultivent et en défendent le culte, c'est quand même un élément intellectuel de la discussion », a-t-il dit. Dans un texte publié conjointement aujourd'hui par le « Financial Times », le « Financial Times Deutschland » et « Les Echos », le professeur James Tobin, prix Nobel d'économie en 1981, s'explique.

Je me réjouis à la pensée que les gouvernements européens envisagent d'étudier ma proposition de taxation des transactions sur les marchés des changes. Certes, de telles transactions n'existant pas au sein de la zone euro, j'en déduis que l'Union européenne s'interroge sur l'opportunité d'élargir cette mesure à un groupe de pays. Laissez-moi revenir à cette idée vieille de trente ans.

En 1971, mes conférences à l'université de Princeton (publiées en 1974 aux Presses universitaires de Princeton sous le titre « The New Economics : One Decade Older ») portaient sur la politique macroéconomique. J'avais eu l'occasion d'approfondir ce sujet, qui m'a toujours tenu à cœur, lorsque j'ai fait partie de l'équipe de conseillers économiques du président Kennedy, dix ans plus tôt. Les années 70 étaient une période troublée pour le dollar américain, tandis que les marchés des changes prenaient une importance politique fondamentale partout dans le monde. J'ai remarqué que mes conférences insistaient bien davantage sur les balances des paiements et les taux de change que cela n'avait semblé nécessaire en Amérique, à ce moment-là.

A l'époque, le système de Bretton-Woods touchait à sa fin. En 1971, le président Nixon déclarait inconvertibles en or les obligations du Trésor américain présentées par les Etats étrangers. Dans le cadre de l'accord de Bretton-Woods, chaque pays, chaque membre du FMI, fixait la valeur de sa monnaie par rapport à l'or, c'est-à-dire, en pratique, au dollar. Le dollar lui-même était en effet rattaché à cette époque à l'or. Cette garantie liée à l'or américain était réservée aux détenteurs officiels de dollars. L'or s'échangeant à des cours plus élevés sur le marché libre que sur le marché officiel, les Etats-Unis et le Royaume-Uni se virent dans l'obligation, dès 1968, d'intervenir sur le marché de l'or afin d'empêcher l'envolée des cours officiels. C'est à partir de ce moment-là que le système de parité fixe or-dollar issu des accords de Bretton-Woods commença à s'effondrer. A ce facteur vint s'ajouter le fait que les Etats-Unis avaient besoin de dévaluer le

dollar par rapport au mark et au yen, ce que ne permettaient pas les accords de Bretton-Woods qui ne reconnaissaient que l'étalon or.

Tout en constatant le naufrage du système de Bretton-Woods, économistes et ministres des Finances débattaient du meilleur choix : taux de change fixes ou taux flottants ? A mon avis, la différence n'est pas aussi énorme que cela, les taux de change « fixes » n'étant jamais vraiment fixes. Il s'agit plutôt de taux de change « ajustables », c'est-à-dire vulnérables dès lors que les réserves des banques centrales baissent dangereusement en raison d'un déficit commercial ou d'attaques spéculatives. A cette époque, il existait encore une certaine forme de contrôle des changes supervisé par le FMI, mais ces mesures défensives n'étaient plus aussi efficaces. Les prélèvements du secteur privé sur les réserves progressaient plus rapidement que les réserves elles-mêmes et que les ressources du FMI. Les progrès réalisés dans les communications et l'informatique ont facilité et accéléré les transactions financières, quel que soit l'endroit où l'on se trouve dans le monde. En 1971, cela ne faisait que commencer.

Alors pourquoi ne pas instaurer une monnaie unique mondiale, des taux de change non ajustables, une union monétaire mondiale permanente, l'euro à l'échelle de la planète ? Tout cela est très bien, pensais-je alors, mais inconcevable, compte tenu de l'hétérogénéité des nations. A l'heure actuelle, nous ne sommes toujours pas sûrs de l'euro. L'Argentine représente aujourd'hui un cas d'école effrayant. Convaincus par l'idée - conservatrice - que la création d'un « conseil monétaire », à savoir l'instauration d'un taux de change fixe peso-dollar, déclencherait le retour à la confiance vis-à-vis de leur devise nationale, les Argentins n'étaient pas préparés à la catastrophe dont le FMI tente actuellement de les sauver. Le pays est désormais confronté à une grave crise économique sans aucun moyen de défense propre, d'ordre monétaire ou budgétaire.

En 1971, je ne pensais pas que la réforme monétaire internationale dépendait de l'adoption de taux fixes ou flottants, mais qu'elle devait passer par l'instauration d'une stabilité raisonnable sur les taux de change. Je me suis souvenu de l'intérêt qu'avait porté Keynes, après le « krach » de 1929, à une taxe sur le chiffre d'affaires qui « lierait » les investisseurs à leurs actifs. Il pensait aux spéculateurs américains : ses propres compatriotes, se disait-il, étaient suffisamment raisonnables, compte tenu de la taxe sur le chiffre d'affaires de la Bourse de Londres.

Mon principal objectif était alors de préserver une certaine autonomie monétaire nationale. L'arbitrage des marchés et la spéculation tendent à maintenir les taux d'intérêt sur le marché monétaire (après prise en compte du risque) au même niveau dans toutes les monnaies du monde, ce qui empêche les banques centrales d'adapter leur politique monétaire à l'économie de leur pays. Or, si cet arbitrage et cette spéculation requièrent une taxation répétée des transactions, les taux d'intérêt d'un pays peuvent différer de ceux pratiqués à New York ou à Tokyo, par exemple. Une taxe de 0,05 % est négligeable sur une transaction isolée, mais, si elle doit être acquittée une fois par semaine, elle ampute le rendement annuel de 2,5 %, et une proportion bien plus importante sur les volumes échangés quotidiennement. Cette valeur-tampon, de 2,5 % dans mon exemple, offre une certaine marge de manœuvre à la banque centrale qui souhaite intervenir sur ses propres taux d'intérêt à court terme.

Ma proposition, évoquée dans mes conférences à Princeton, puis développée en 1978, a été ignorée pendant des années avant de faire l'objet, en 1995, d'un important congrès d'universitaires au Programme des Nations unies sur le développement, publié sous le titre « The Tobin Tax ». Alors que l'Amérique semble encore l'ignorer, la « taxe Tobin » est au cœur des débats de réforme et des mouvements de protestation en Europe. Je n'ai rien à voir avec ces derniers et je ne connais pas leur programme politique. Toutefois, si je désavoue ces groupes, je ne désavoue aucunement ma proposition. Je n'ai aucune maîtrise sur la façon dont sont utilisés les termes «

taxe Tobin ». Bien que je suppose que la plupart des partisans de cette taxe sont bien intentionnés, je déplore la stratégie employée par certains extrémistes.

Comme la plupart des économistes, je suis pour la liberté des échanges commerciaux et je me félicite des initiatives d'investissement en faveur du développement des pays pauvres, qu'elles soient publiques ou privées. Je considère que la Banque mondiale et le FMI sont des institutions importantes et essentielles ; s'il m'est arrivé de critiquer certaines de leurs politiques, je préconise d'augmenter leurs ressources et leur champ d'action. Dans l'idéal d'ailleurs, le FMI devrait être l'organisme chargé de gérer la taxe sur les transactions.

Je comprends bien qu'une taxe sur les transactions réduit les liquidités et que cette taxe devrait porter aussi bien sur les transactions stabilisatrices légitimes que sur celles, déstabilisatrices, de la spéculation. L'intérêt de cette taxe est que les transactions les plus fréquentes sont aussi les plus durement frappées. (Le fonctionnement des marchés des changes requiert de fréquentes opérations interbancaires techniques. Les banques ne devraient pas être taxées sur chaque opération, mais sur la position nette de change sur une période donnée, une semaine, par exemple.) Pour combattre les paradis fiscaux, cette taxe devrait être levée dans la plupart des pays où les opérations de change représentent une part substantielle de l'activité des banques. Une autre mesure défensive consisterait, pour les pays ayant adopté cette taxe, à l'appliquer aux transactions avec les pays ne l'ayant pas adoptée, y compris au sein de la même banque.

Contrairement à ce qu'ont prétendu les sénateurs Helms et Dole, lors de la campagne électorale de 1996, je ne défend pas une perception de cette taxe par l'ONU. Il faudrait que chaque Etat collecte la taxe conformément aux accords passés et que chacun puisse décider de l'affectation de ces recettes, ce qui pourrait inciter les Etats à participer à l'opération. Dès le départ, j'ai proposé que les recettes provenant de la taxation des multinationales soient affectées à des projets internationaux comme, par exemple, ceux de la Banque mondiale. En revanche, cela n'a jamais constitué mon principal objectif. En fait, j'ai toujours souhaité diminuer le volume des transactions pouvant être taxées. Ce sont pourtant ces recettes qui ont retenu l'attention des partisans les plus fervents de la taxe Tobin, qui se sont trompés en y voyant, d'une certaine façon, une arme pour combattre les prétendus maux de la mondialisation.

James Tobin prix Nobel d'économie.

Questions

1. Pourquoi ne pas instaurer une monnaie unique mondiale, des taux de change non ajustables, une union monétaire mondiale permanente ?
2. Présentez l'objectif et le principe de la taxe Tobin.
3. Quels sont les difficultés rencontrées pour sa mise en œuvre évoquées par Tobin et comment propose-t-il de les surmonter ?

Éléments de réponse Question 1

L'hétérogénéité des différents pays rendait impossible une telle instauration.

Éléments de réponse Question 2

Le principal objectif de la taxe Tobin était alors de préserver une certaine autonomie monétaire nationale. L'arbitrage des marchés et la spéculation tendent à maintenir les taux d'intérêt sur le marché monétaire (après prise en compte du risque) au même niveau dans toutes les monnaies du monde, ce qui empêche les banques centrales d'adapter leur politique monétaire à l'économie de leur pays. Or, si cet arbitrage et cette spéculation requièrent une taxation répétée des transactions, les taux d'intérêt d'un pays peuvent différer de ceux pratiqués à New York ou à Tokyo, par exemple. Une taxe de 0,05 % est négligeable sur une transaction isolée, mais, si elle doit être acquittée une fois par semaine, elle ampute le rendement annuel de 2,5 %, et une proportion bien plus importante sur les volumes échangés quotidiennement. Cette valeur tampon, de 2,5 % dans mon exemple, offre une certaine marge de manœuvre à la banque centrale qui souhaite intervenir sur ses propres taux d'intérêt à court terme.

Éléments de réponse Question 3

Les différentes questions soulevées sont :

1. La taxe touche toutes sortes de transactions, tant la spéculation (potentiellement déstabilisatrice pour Tobin, ce qui n'est accepté par tous) que les investissements de moyen/long terme. Mais, nous dit Tobin, une taxe très faible permettra de ne pas dissuader l'investissement, mais pénalisera la spéculation, puisque celle-ci est basée sur de nombreux allers-retours qui seront à chaque fois taxés (Carry Trade notamment).
2. D'autre part, de par la nature de leur activité, les banques centrales font beaucoup d'opérations sur le marché des changes : une telle taxe risque de fortement les pénaliser. La solution apportée par Tobin est de n'appliquer la taxe qu'à leur position nette de change, c'est-à-dire ventes - achats de devises, ceci pendant une période de référence (chaque semaine par exemple).
3. Ensuite, les paradis fiscaux limiteraient la portée de la taxe Tobin. Il faudrait que les pays ayant adopté la taxe l'appliquent à toutes les opérations, y compris à celles ayant comme contrepartie ces paradis fiscaux.
4. Que faire des recettes levées via la taxe ? Si le but de la taxe n'est pas de lever des fonds pour le développement (mais de stabiliser le marché des changes), les fonds récoltés peuvent en effet servir à financer certains projets ayant pour but le développement des pays du sud.

La patate chaude de la taxe Tobin

Les Échos, 26 juin 2000

On sait le destin singulier de la proposition faite par James Tobin à la Cowles Foundation en 1978. A une époque où la préoccupation dominante était d'assurer l'autonomie des politiques monétaires, elle consistait à recommander d'imposer une faible taxe sur les mouvements de capitaux. Il s'agissait de pénaliser les opérations les plus courtes en forme de va-et-vient entre les monnaies, en ouvrant les écarts d'intérêt. Ainsi, pour s'en tenir à l'illustration la plus simple - mais peu réaliste nous le verrons -, une taxe de 1 % sur un placement à trois mois fait par un Européen en dollars devait exiger une différence d'intérêt de 8 % avec les Etats-Unis pour qu'un déplacement de capitaux fût rentable. En somme, l'effet de la taxe devrait être inversement proportionnel à la durée du placement : dans l'exemple précédent, avec un achat et une vente par trimestre à chaque extrémité, on parvient bien à l'important différentiel mentionné.

D'abord confinée - et d'ailleurs durement contestée par quelques cercles académiques ou professionnels -, la voilà, après plus de deux décennies qui, tel le Phénix, revient sur le devant de la scène et en fait embarrasse tant d'un point de vue politique (perdre la confiance des marchés) que technique (effet cumulé dit de « patate chaude »). Toujours aussi critiquée par les milieux de la finance, plus ou moins timidement recommandée par certains politiques (Lionel Jospin au moins en 1995, Robert Hue aujourd'hui) mais, à l'inverse, récusée à l'Assemblée de Strasbourg par Arlette Laguiller et ses amis, elle est simultanément érigée au rang d'arme absolue par d'autres. C'est en particulier le cas d'Attac (Association pour la taxe Tobin d'aide aux citoyens) qui est devenue son avocat très actif. En fait, nous voudrions montrer ici deux choses : d'abord, que, de par son intérêt intrinsèque, elle ne mérite pas l'ostracisme hautain de certains ; ensuite, qu'elle ne saurait être pour autant présentée comme cette panacée universelle susceptible de stabiliser la finance internationale en pénalisant la spéculation et, ce faisant, de fournir aux institutions internationales cette manne presque inépuisable dont elle a tant besoin.

La solution Tobin serait, entend-on souvent dire, à la fois inapplicable et inefficace. Inapplicable car elle exigerait un accord international sans lequel interviendrait très vite un vaste déplacement des opérations au détriment de celles des places financières qui lèveraient la taxe. A cela s'ajouterait de redoutables problèmes techniques : quelle assiette et quelles opérations y soumettrait-on ? Quel serait le sort fait aux ventes-achats de devises découlant des produits dérivés ? Quels responsables de la collecte ? Quelles utilisations envisager pour le produit de la taxe ? En fait, ces difficultés, pour réelles qu'elles soient, ne sauraient suffire à disqualifier d'emblée la taxe de Tobin. N'a-t-on pas, par exemple, remarqué que ce vaste mouvement de délocalisation des transactions vers les centres offshore ne serait pas inéluctable dans la mesure où « les cambistes seront toujours hésitants à déplacer leurs transactions dans les centres à la réputation incertaine et où la liquidité n'est pas assumée et si les coûts d'investissement et de recrutement des personnels sont considérables » (Eichengreen, 1999). De même, vis-à-vis de l'argument de complexité technique, on peut invoquer les perspectives offertes par le traitement électronique des ordres. Il est également loisible de défendre l'idée d'une taxe très faible mais uniforme pour toutes les opérations. Pour la collecte, le principe du lieu de réalisation des opérations (et donc la retenue à la source) s'imposerait. Le reversement de la taxe aux institutions internationales ne poserait pas davantage de problèmes insolubles. Entre l'annulation de la dette des pays les plus pauvres, le financement des programmes spécifiques (actions anti-sida, lutte contre la faim dans le monde, annulation de la dette des plus pauvres, etc.), on n'aurait que l'embarras du choix. En fait, le problème est moins celui de la « faisabilité » de la taxe que de ses effets. Et ici intervient justement l'autre crispation qui loin de rendre service à la formule pourrait bien finir par la desservir.

Quelle que soit la sympathie que l'on ait pour la proposition Tobin, qui constitue l'une des rares idées originales pour s'attaquer à la « financiarisation » de l'économie mondiale, force est de constater que l'on ne doit pas en faire cette sorte de merveilleuse martingale indolore qui, à coup sûr, réglerait tous les problèmes de la planète. (...)

Le problème, avec la taxe, est moins en réalité celui de sa faisabilité que de son incidence. Constatons d'abord que si l'on veut éviter de bloquer tout le système, la taxe doit impérativement se fixer à l'intérieur de la fourchette qui sépare le cours acheteur et le cours vendeur d'une devise. Or, celui-ci, le progrès technique aidant, s'est aujourd'hui considérablement réduit. Ainsi, sur l'échange dollar-euro ou dollar-yen, ne dépasse-t-il 5 à 6 points (soit 0,05 à 0,06 %). Déjà, de ce point de vue, seule une taxe infime, de l'ordre de 2 à 3 points (0,02 à 0,03 %), pourrait aujourd'hui être envisagée. A ceux qui parleraient alors de pusillanimité, opposons ici le principe de base de la « patate chaude » que connaissent bien les théoriciens du marché des changes.

Le cambiste, teneur de marché, qui passe un ordre important (disons d'achat de l'ordre de 100 millions de dollars) n'en conserve en effet généralement qu'une partie. Pour éviter de prendre tout le risque correspondant, il le fractionne, généralement en cédant, successivement, une fraction plus ou moins importante de la somme, à plusieurs de ses homologues des autres banques. On comprend, dès lors, que la taxe jouerait, dans ce cadre, à plusieurs reprises et qu'elle aurait un impact final démultiplié. Dans ces conditions, son incidence nette correspondrait à un multiple du taux de base. C'est pour cette raison fondamentale que son pourcentage ne saurait être que minime. Avec, par exemple, un taux de 2,5 points (0,025 %), on parvient encore à des rendements annuels qu'on peut estimer - très approximativement il est vrai et sur la base de 1.500 milliards de dollars/jour (aujourd'hui dépassé) - à un montant (en fait un simple ordre de grandeur) d'environ 45 à 72 milliards de dollars. (...)

En définitive, c'est toute la méthode d'évaluation de la taxe Tobin qui doit être reconsidérée. Ni opprobre systématique au nom d'une impossible faisabilité, ni excès d'honneur en celui d'une manne financière pratiquement inépuisable. La proposition Tobin débouche sur une démarche techniquement intéressante et d'autant plus à prendre en considération qu'il n'y en a - répétons-le - pas beaucoup d'autres pour tenter de réintroduire « un pilote dans l'avion un peu fou » de la finance internationale. Inversement, l'ériger en panacée en la concevant sans rapport avec la réalité du marché ou en la chargeant d'un rôle excessif, n'est pas davantage le meilleur moyen de la promouvoir.

Henri Bourguinat est professeur à l'université de Bordeaux

Questions

1. Expliquez pourquoi « une taxe de 1 % sur un placement à trois mois fait par un Européen en dollars devait exiger une différence d'intérêt de 8 % avec les Etats-Unis pour qu'un déplacement de capitaux fût rentable. »
2. Quels sont les arguments de ceux qui disent que la taxe Tobin est à la fois inapplicable et inefficace ? Quelle est leur portée ?
3. Pourquoi « la taxe doit (-elle) impérativement se fixer à l'intérieur de la fourchette qui sépare le cours acheteur et le cours vendeur d'une devise » ?
4. Pour quelle raison le pourcentage de la taxe ne saurait être que minime ?

Éléments de réponse Question 1

Un européen va changer des euros contre des dollars puis des dollars contre des euros. A chaque fois il sera soumis à la taxe Tobin : celle-ci est de 1%. La taxe totale sera donc de $2 \times 1\%$ soit 2%. Or le placement dont parle le texte est trimestriel. En taux annuel, nous avons $(1 + \text{taux annuel}) = (1 + \text{taux trimestriel})^4 = 1.024 = 1,082$. Le taux annuel équivalent à la taxe est donc de 8%. C'est donc la rémunération supplémentaire (par rapport au taux d'intérêt européen) que va exiger un européen pour placer ses liquidités aux Etats-Unis si la taxe Tobin est mise en place (à taux de change et taux de change anticipés inchangés).

Éléments de réponse Question 2

« Inapplicable car elle exigerait un accord international sans lequel interviendrait très vite un vaste déplacement des opérations au détriment de celles des places financières qui lèveraient la taxe. »

→ Portée de l'argument à limiter : « ce vaste mouvement de délocalisation des transactions vers les centres offshore ne serait pas inéluctable dans la mesure où « les cambistes seront toujours hésitants à déplacer leurs transactions dans les centres à la réputation incertaine et où la liquidité n'est pas assumée et si les coûts d'investissement et de recrutement des personnels sont considérables » (Eichengreen, 1999). De plus, des problèmes techniques apparaîtraient : « quelle assiette et quelles opérations y soumettrait-on ? Quel serait le sort fait aux ventes-achats de devises découlant des produits dérivés ? Quels responsables de la collecte ? Quelles utilisations envisager pour le produit de la taxe ? »

→ Portée à relativiser d'après Henri Bourguinat : le traitement électronique des ordres devrait limiter la portée de l'argument de la complexité. On peut aussi taxer toute opération, mais avec un faible taux. « Pour la collecte, le principe du lieu de réalisation des opérations (et donc la retenue à la source) s'imposerait. Le reversement de la taxe aux institutions internationales ne poserait pas davantage de problèmes insolubles. »

Si l'on veut éviter de bloquer tout le système, la taxe doit impérativement se fixer à l'intérieur de la fourchette qui sépare le cours acheteur et le cours vendeur d'une devise. Or, celui-ci, le progrès technique aidant, s'est aujourd'hui considérablement réduit. Ainsi, sur l'échange dollar-euro ou dollar-yen, ne dépasse-t-il 5 à 6 points (soit 0,05 à 0,06 %). Déjà, de ce point de vue, seule une taxe infime, de l'ordre de 2 à 3 points (0,02 à 0,03 %), pourrait aujourd'hui être envisagée. Le cambiste, teneur de marché, qui passe un ordre n'en conserve en effet généralement qu'une partie [...] pour éviter de prendre tout le risque correspondant [...]. Dès lors, que la taxe jouerait, dans ce cadre, à plusieurs reprises et elle aurait un impact final démultiplié.

Éléments de réponse Question 3

L'existence de cette fourchette est liée à la commission que prend le revendeur de devise (comme pour les livres d'occasion : le prix d'un livre d'occasion est supérieur à la somme versée au vendeur) et est fonction des différentes technologies (qui limitent notamment les coûts d'information et de transmission des devises). Une taxe supérieure à cette fourchette remettrait ainsi la fourchette en cause et donc la base de fonctionnement du marché.

Éléments de réponse Question 4

La taxe doit être minime car elle doit être inférieure à l'écart entre cours vendeur et cours acheteur. Ce dernier est faible, de l'ordre de 6 points de base (0,06%).

Patrick Artus: Le débat sur la taxe Tobin est sans intérêt. Elle est impraticable

Les Échos, 1er juillet 2000

La question de la régulation des flux de capitaux internationaux revient souvent sur le devant de la scène. Notamment à travers des propositions de type taxe Tobin. Qu'en pensez-vous ?

P. A. Le débat autour de la taxe Tobin me paraît sans intérêt. D'abord, en matière de contrôle des flux de capitaux, elle est impraticable. La seule mesure efficace dans ce domaine, c'est un système à la chilienne : pour investir 100 francs dans un pays, vous déposez l'équivalent pendant un an à la Banque centrale. Vraiment dissuasif pour les capitaux qui circulent le nez en l'air, mais plutôt malthusien ! Or le problème n'est pas là. Au contraire : tout ce qui tend à réduire les flux de capitaux vers les pays émergents procède à mon avis du contresens. Discuter sur la faisabilité de la taxe Tobin, c'est déjà avoir renoncé à résoudre la question fondamentale : comment financer efficacement le rattrapage des émergents en drainant vers eux non pas moins, mais davantage de capitaux. Les flux vers le Sud sont notoirement insuffisants : en 1999, 115 milliards de dollars de capitaux à long terme ont été transférés des pays développés vers les émergents. Moins de 0,5 % du PIB mondial. C'est dérisoire. D'autant que 80 % ont été siphonnés par quatre pays, la Chine, le Brésil, l'Argentine et la Pologne. La même année, Europe et Japon ont investi 400 milliards aux Etats-Unis.

Si les flux Nord-Sud sont si faibles, c'est parce que les crises financières à répétition des émergents font peur aux investisseurs...

P. A. Parce que le transfert des capitaux vers les émergents s'est fait contre tout sens commun ! La responsabilité des prêteurs est immense. Depuis 1992, la totalité des flux de capitaux qui se sont investis sur les émergents ont été des flux bancaires à court terme ; il n'y a pratiquement pas eu d'investissements directs ou financiers à long terme. Le développement des émergents a été financé sur de l'interbancaire. La crise de 1997-98 vient de là. Financer le développement via des capitaux courts cumule à peu près tous les inconvénients : le prêteur n'a aucune information sur l'utilisation de son argent. La banque américaine ou européenne prête à une banque locale qui prête elle-même à un autochtone qui construit des immeubles de bureaux vides... Il n'y a aucun monitoring des investissements. L'argent peut être retiré du jour au lendemain, ce qui signifie que le système bancaire local fait de la transformation à outrance. Ces investissements ne donnent lieu à aucun contrôle de la gestion des firmes qui bénéficient des ressources. On est loin du corporate governance !

Qu'aurait-il fallu faire ?

P. A. L'investissement direct est le seul financement susceptible de sortir l'économie de ces pays de l'ornière. Si une entreprise construit une usine dans un émergent, tous les problèmes que nous venons d'évoquer sont évités. Elle sait ce qu'elle fait, elle ne peut retirer son argent du jour au lendemain et cela solvabilise le pays au lieu de le ruiner. Ce n'est donc pas un problème de quantité ni de contrôle, mais de qualité des capitaux. Organisons des flux raisonnables, c'est-à-dire des investissements directs. C'est d'ailleurs comme cela que les Anglais ont financé la croissance américaine à la fin du XIXe : ils n'ont pas acheté des bons du Trésor, ils ont construit des usines, des réseaux ferrés...

Que faut-il changer dans les circuits de financement ?

P. A. Le recyclage des flux de capitaux ne doit pas être laissé à la discrétion des intermédiaires financiers qui achètent des indices ou font de l'interbancaire... Cela ne finance pas le développement de ces pays et les pousse au contraire à la faute, puisque cela génère de la liquidité que les Banques centrales ne peuvent stériliser, et incite à faire des bêtises sur le crédit domestique. En outre, on sait très bien que le danger déstabilisateur des flux purement financiers, en particulier des investissements de portefeuille, est aggravé par les effets de mimétisme liés à la

compétition qu'ils se livrent entre eux. Si la concurrence s'organise entre General Motors et Toyota, il est peu probable que les deux groupes construisent leur usine dans le même pays au même moment. Si elle fait rage entre Fidelity et StateStreet, ils vont le faire, parce que c'est ce qui fait monter les indices. Les deux meilleures performances boursières de 1999 ont été réalisées par la Russie et l'Indonésie ! Mais cela n'a profité ni à l'économie russe ni à l'économie indonésienne...

N'est-ce pas pour cette raison que certains proposent un contrôle des capitaux à court terme ?

P. A. Sur le principe, je ne suis pas contre ! Mais qu'est-ce que cela changerait si les gouvernements des pays émergents récupéraient quelques miettes d'une taxe Tobin ajoutée à l'aide au développement ? Encore une fois, le vrai défi est tout autre : il faut tout faire pour favoriser l'entrée de capitaux de qualité dans les émergents, car ces capitaux sont seuls susceptibles d'amorcer cette convergence Nord-Sud inexistante actuellement. A l'exception de quelques success stories asiatiques (Taïwan, la Corée, Singapour), le niveau de vie en Amérique latine, en Europe centrale, en Afrique, en Asie du Sud ne rattrape pas celui des pays du Nord. Au contraire. Parce que ces pays vivent en autarcie, ne disposent pas de suffisamment de « bonne » épargne et ne peuvent en trouver. La population des pays développés est riche et vieillissante, celle des émergents est jeune et pauvre... Nous devons leur prêter l'argent des retraites. Cela fabriquerait de la convergence pour eux et un meilleur rendement de l'épargne pour nous... Finançons donc le rattrapage des pays en développement tout en augmentant le rendement de l'argent des futurs retraités des pays riches !

MARIE-PAULE VIRARD

Questions

1. En quoi la taxe sur les mouvements de capitaux mise en place au Chili se différencie-t-elle de la taxe Tobin ?
2. Cherchez sur Internet des statistiques sur l'importance des mouvements de capitaux à destination des économies émergentes. Quelle a été leur évolution au cours des dernières années ? Peut-on dire encore aujourd'hui que ces mouvements de capitaux sont insuffisants ?
3. Comparez le financement du développement par des capitaux courts, des investissements de portefeuille et l'investissement direct.
4. Pourquoi il serait-il optimal que les pays riches prêtent l'argent des retraites aux pays émergents et en développement ?
5. Après avoir lu et analysé les trois textes ci-dessus, quel est votre point de vue sur la taxe Tobin ?

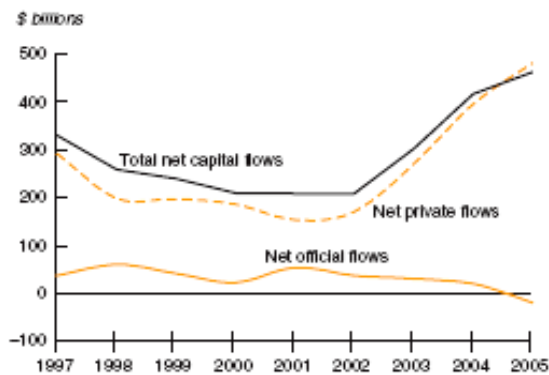
Eléments de réponse Question 1

La taxe Tobin prélève un faible pourcentage des transactions sur le marché des changes, alors que la mesure chilienne consiste à obliger les investisseurs étrangers à déposer l'équivalent du montant investi à la banque centrale chilienne pendant 1 an.

Eléments de réponse Question 2

D'après le rapport 2006 de la Banque Mondiale, les flux de capitaux privés vers les pays émergents se sont élevés à 490,5 milliards de dollars ((384 milliards d'euros) en 2005 contre 396,6 milliards de \$ en 2004, soit une hausse de 23,6 %. Ces capitaux sont donc moins insuffisants qu'avant. Ces mouvements pourraient être davantage importants. Ce qui est important est de savoir si les mouvements de capitaux sont optimaux conformément aux rendements espérés, aux risques, etc.

Figure 1 Financial flows to developing countries, 1997-2005



Source: World Bank Debtor Reporting System and staff estimates.

Eléments de réponse Question 3

L'investissement direct est le seul à pouvoir réellement favoriser le développement, car il s'inscrit sur le long terme. Il est en effet difficile de revenir dessus, comme « quitter » une usine après l'avoir construite. De plus, il nécessite de fait un monitoring de l'utilisation des fonds, ce qui n'était pas fait dans le cas de capitaux courts, qui étaient prêtés sans réel contrôle. Les investissements de portefeuille, à but spéculatif, sont eux aussi déstabilisateurs et ne participent pas au développement des pays en développement : ils ne vont vers un pays que pour faire du profit à court terme ; au moindre changement d'environnement ou à toute nouvelle information, ces capitaux sont susceptibles d'être rapatriés.

Eléments de réponse Question 4

D'après Patrick Artus, les pays développés ont une capacité de financement générée par l'argent des retraites, alors que les pays en développement ont besoin de financements pour se développer. Investir l'argent des retraites dans les pays en développement permettrait à ceux-ci de se développer, tout en offrant une rémunération intéressante aux retraités (due au fort potentiel de croissance des pays en développement si tant est qu'on les aide).

Eléments de réponse Question 5

A vous de voir et de vous forger votre avis...

L'ancrage du taux de change dans les économies émergentes

Questions

1. Pourquoi l'absence d'autonomie de la politique monétaire en cas d'adoption d'une politique d'objectif de change est-elle moins un problème pour les économies émergentes que pour les pays industrialisés ?
2. Comment le marché des obligations à long terme permet-il d'atténuer le problème de cohérence temporelle de la politique monétaire ? Le marché des changes peut-il aussi jouer ce rôle ?
3. Dans quel cas l'adoption d'une politique d'objectif de change peut-elle être justifiée dans des pays industrialisés ? Dans des économies émergentes ?
4. Quels sont les avantages et les inconvénients d'un régime de caisse d'émission en comparaison avec une stratégie limitée à un ciblage du taux de change ?
5. Quels sont les avantages et les inconvénients de la dollarisation ou de l'euroïsation par rapport aux autres formes de ciblage du taux de change ?

Éléments de réponse Question 1

Étant donné les inconvénients d'une politique d'objectif de change, quand est-il souhaitable de l'adopter ? Dans les pays industrialisés, le coût le plus important de ce ciblage est la perte de l'autonomie de la politique monétaire pour répondre aux problèmes économiques nationaux. Ce coût peut être élevé si toutes les conditions sont réunies pour mener cette politique de manière responsable. Mais elles ne le sont pas dans tous les pays. La politique monétaire peut parfois avoir un biais inflationniste, soit parce que la banque centrale n'est pas indépendante, soit parce qu'elle subit des pressions politiques. Dans ce cas, la perte de l'autonomie de la politique monétaire n'est pas très coûteuse, tandis que le gain procuré par le fait d'avoir une politique monétaire déterminée par la banque centrale plus performante du pays ancre peut être substantiel.

Un bon exemple est fourni par l'Italie. C'est dans ce pays que l'on a observé le soutien le plus fort de l'opinion publique à une participation à l'Union monétaire européenne. Les résultats de la politique monétaire italienne étaient mauvais. Aux yeux des Italiens, les avantages d'une politique monétaire contrôlée par des personnalités extérieures responsables l'emportaient nettement sur les coûts liés à la perte d'autonomie de la politique monétaire.

Il y a une seconde raison pour laquelle des pays industrialisés peuvent souhaiter adopter un ciblage du taux de change : il facilite l'intégration de leur économie avec celles de leurs voisins. À l'évidence, c'est ce qui a conduit des pays comme l'Autriche ou les Pays-Bas à amarrer leur monnaie au deutsche mark. Plus généralement, cela a motivé les politiques d'ancrage qui ont précédé l'entrée dans l'Union monétaire européenne.

En résumé, le choix d'un ciblage du taux de change par un pays industrialisé n'est sans doute pas la meilleure stratégie de politique monétaire pour assurer la régulation de son économie, si ce n'est quand :

- les institutions monétaires et politiques nationales ne sont pas favorables à l'adoption d'une bonne politique monétaire ;
- cette stratégie procure d'autres avantages indépendants de la politique monétaire.

Dans les pays où les institutions monétaires et politiques sont particulièrement fragiles et où, de fait, on observe régulièrement des épisodes d'hyperinflation, ce qui est malheureusement fréquemment le cas dans des économies émergentes, y compris dans certaines économies en transition, une politique d'objectif de change peut permettre de casser la psychologie inflationniste et de stabiliser l'économie. Dans cette situation, le ciblage du taux de change peut constituer un « dernier recours ». Cependant si son fonctionnement n'est pas transparent, il est probable que le taux de change s'effondre, ce qui risque alors de provoquer une crise financière dont les effets seront désastreux.

Éléments de réponse Question 2

Le problème de cohérence temporelle de la politique discrétionnaire a deux origines : l'influence exercée par les anticipations des agents économiques – ménages et entreprises – sur le comportement futur des autorités monétaires ; le fait que la politique monétaire n'a pas les mêmes effets à court terme et à long terme : une politique de faibles taux d'intérêt entraîne une croissance temporaire de l'emploi et de la production, alors que son coût en termes d'inflation se manifeste seulement à long terme. Si les autorités monétaires supposent fixées les anticipations des agents économiques, elles pensent qu'elles peuvent stimuler l'activité économique (ou faire baisser le chômage) en menant une politique monétaire discrétionnaire plus expansionniste que celle qui est attendue et sont incitées à le faire. Pour rendre compte de cette situation, on dit que la politique monétaire discrétionnaire a une cohérence temporelle : elle correspond, à tout moment, à celle que les autorités monétaires souhaitent mener. Mais cette politique donne de mauvais résultats. En réalité, les entreprises et les salariés ne sont pas dupes ; dès le départ, ils prévoient la poursuite de la politique discrétionnaire ; ils anticipent une hausse des prix et l'intègrent dans leurs calculs de prix et de rémunérations, de sorte que l'accélération de l'inflation attendue se réalise. En moyenne, avec cette stratégie expansionniste, le volume de la production n'est pas plus élevé, mais l'inflation est plus forte.

La banque centrale obtient de meilleurs résultats si elle ne cherche pas à surprendre les agents économiques en menant une politique plus expansionniste que prévu et si elle cherche plutôt à assurer la stabilité des prix. Mais, tout en reconnaissant que les résultats d'une politique discrétionnaire sont mauvais – une inflation plus élevée sans amélioration de la situation de l'emploi –, la banque centrale peut tomber dans le piège de la cohérence temporelle : il est probable qu'elle subira des pressions politiques pour stimuler la production par une politique de faibles taux d'intérêt.

Éléments de réponse Question 3

La politique d'objectif de change présente plusieurs avantages. En premier lieu, elle permet de contrôler l'inflation en liant la hausse des prix des biens échangés internationalement dans l'économie nationale à celle observée dans le pays ancre. Il en est ainsi parce que les prix de ces biens, exprimés en monnaie étrangère (généralement en dollars), sont fixés sur les marchés mondiaux. Par exemple, jusqu'en 2002, le taux de change du peso argentin était exactement de un pour un avec le dollar américain. Aussi un quintal de blé échangé sur le marché international au prix de cinq dollars valait-il exactement cinq pesos sur le marché argentin. Si l'objectif de change est crédible – c'est-à-dire si l'on s'attend à ce qu'il soit atteint – ce régime permet d'ancrer les anticipations inflationnistes sur celles (peu élevées) du pays ancre. Dans la première moitié des années 1990, beaucoup de pays européens ont pu ainsi ralentir leur inflation. Ce fut le cas de la France, comme nous le verrons un peu plus loin. En deuxième lieu, l'objectif de change

fournit une règle automatique pour la conduite de la politique monétaire permettant d'atténuer, voire de résoudre, le problème de cohérence temporelle. En effet, un ciblage du taux de change oblige les autorités à resserrer la politique monétaire quand la monnaie nationale a tendance à se déprécier et à l'assouplir dans le cas contraire, de sorte que toute politique monétaire discrétionnaire, temporellement cohérente, est exclue.

En troisième lieu, ce régime a l'avantage d'être transparent et compréhensible par tous. Il est facile de rallier l'opinion publique à l'objectif d'une « monnaie saine ». Étant donné ces avantages, l'utilisation du ciblage du taux de change dans certains pays industrialisés pour contrôler l'inflation n'a rien d'étonnant. Cette stratégie a aussi été parfois un moyen efficace de ralentir l'inflation rapidement dans les économies émergentes. Par exemple, avant sa dévaluation en 1994, l'amarrage du peso mexicain sur le dollar a permis de ramener le rythme annuel de l'inflation de plus de 100 % en 1988 à moins de 10 % en 1994.

Malgré ses avantages, plusieurs critiques sérieuses sont adressées au ciblage du taux de change. Il a pour inconvénient d'entraîner une perte d'indépendance monétaire. Avec une mobilité parfaite des capitaux, il n'est pas possible, en régime de change fixe, d'utiliser la politique monétaire pour répondre aux chocs spécifiques qui frappent l'économie nationale. En outre, avec ce régime monétaire, les chocs frappant le pays ancre sont directement transmis au pays qui lui amarre sa monnaie, car les variations de taux d'intérêt dans le premier conduisent à des variations identiques du taux d'intérêt dans le second. Le ciblage du taux de change a un deuxième inconvénient : les pays qui l'adoptent restent sous la menace d'attaques spéculatives sur leurs monnaies. Ainsi, la crise du marché des changes de septembre 1992 est l'une des conséquences de la réunification allemande. La politique monétaire restrictive menée en Allemagne à la suite de la réunification est à l'origine d'un choc de demande négatif sur les autres pays participant au mécanisme de change du SME qui se traduit par un ralentissement de la croissance économique et une hausse du chômage. Les autorités de politique économique des pays en question ont sans doute encore la possibilité de maintenir leurs monnaies amarrées sur le mark aux taux de change en vigueur. Mais les spéculateurs commencent à douter de la fermeté de leur engagement à assurer ce maintien, en se fondant sur le raisonnement suivant : ces pays n'accepteront pas de payer le prix – la hausse du chômage – de la défense du taux de change contre les attaques spéculatives par des taux d'intérêt élevés.

À ce stade, les spéculateurs sont gagnants à tous les coups en pariant sur la dépréciation des monnaies de la France, de l'Espagne, de la Suède, de l'Italie et du Royaume-Uni : elles ne peuvent que s'affaiblir par rapport au deutsche mark. Des ventes massives de ces devises avant leur probable dépréciation offrent aux spéculateurs des perspectives de profit potentiellement très élevées. Cela débouche sur l'attaque spéculative de septembre 1992. Seule la France ne dévalue pas, parce que l'amarrage du franc au deutsche mark constitue un engagement suffisamment ferme pour décourager la spéculation. Les gouvernements des autres pays ne veulent pas défendre leur monnaie à tout prix et la laissent se déprécier.

Éléments de réponse Question 4

L'adoption d'un régime de caisse d'émission est une solution au problème posé par le manque de transparence et de crédibilité d'un ciblage du taux de change. La monnaie nationale y est entièrement gagée sur une monnaie étrangère (le dollar ou l'euro). Le choix d'un ancrage plus rigide peut permettre d'éviter les crises monétaires. Dans un régime de caisse d'émission,

l'institut d'émission fixe un taux de change entre la monnaie nationale et la monnaie étrangère et s'engage à faire l'échange d'unités monétaires à ce taux à la demande du public. Une caisse d'émission est une variante d'un régime de taux de change fixe, où l'engagement de défendre la parité est particulièrement fort parce que la politique monétaire est mise sur pilotage automatique et échappe à tout contrôle de l'institut d'émission et des pouvoirs publics. Comparée à ce régime, la version la plus courante du régime de change fixe ou d'ancrage offre une certaine marge de manœuvre dans la conduite de la politique monétaire puisque des ajustements des taux d'intérêt ou de la création de monnaie y restent, dans une certaine mesure, possibles.

Un régime de caisse d'émission présente des avantages importants en comparaison d'une stratégie limitée à un ciblage de l'inflation. En premier lieu, la création de monnaie est possible uniquement dans le cadre d'opérations d'échange de monnaie étrangère contre de la monnaie nationale auprès de l'institut d'émission. Par conséquent, une augmentation de la masse monétaire nationale a pour exacte contrepartie une augmentation des réserves en devises. L'institut d'émission n'a plus la possibilité d'émettre librement de la monnaie et de provoquer ainsi de l'inflation. En second lieu, dans un régime de caisse d'émission, l'engagement de défense de la parité pris par l'institut d'émission est plus fort et cela peut, par conséquent, faciliter et accélérer la désinflation en limitant le risque d'attaque spéculative contre la monnaie.

Mais, même s'il permet de résoudre les problèmes de transparence et de crédibilité inhérents aux régimes de ciblage du taux de change, le régime de caisse d'émission souffre de nombreux inconvénients : perte totale d'autonomie monétaire, exposition accrue aux chocs frappant le pays ancre et impossibilité pour l'institut d'émission de créer de la monnaie et de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. D'autres moyens doivent être envisagés pour faire face à d'éventuelles crises bancaires. En outre, en cas d'attaque spéculative contre la caisse d'émission, les demandes de conversion de monnaie nationale en monnaie étrangère se multiplient et provoquent une forte contraction de l'offre de monnaie, ce qui peut être préjudiciable pour l'économie nationale.

De nombreux pays ont créé récemment des caisses d'émission : Hong Kong (1983), l'Argentine (1991), l'Estonie (1992), la Lituanie (1994), la Bulgarie (1997) et la Bosnie (1998). Des leçons utiles peuvent être tirées du fonctionnement, entre 1992 et 2001, d'un régime de caisse d'émission en Argentine, qui obligeait l'institut d'émission à convertir le peso contre le dollar américain au taux de un pour un. Pour que cet ancrage rigide réussisse, l'institut d'émission doit être indépendant, le système financier sain et la situation budgétaire solide.

Eléments de réponse Question 5

Pour résoudre ses problèmes monétaires, une économie émergente peut aussi choisir la dollarisation en adoptant une monnaie forte, par exemple la devise américaine, comme monnaie nationale, ce qu'a fait l'Équateur. Ce n'est, ni plus ni moins qu'une autre version du ciblage du taux de change, avec un engagement encore plus fort que celui pris dans un régime de caisse d'émission. En effet, il est toujours possible de mettre fin à ce dernier en modifiant la parité. En revanche, cela n'est pas possible avec la dollarisation : un dollar américain s'échange toujours contre un autre dollar, qu'il soit détenu ou non aux États-Unis.

Le choix de la dollarisation a été défendu pour les économies émergentes. Les autorités argentines en ont beaucoup discuté à la suite de la dévaluation du real brésilien au mois de janvier 1999, et l'Équateur l'a adopté en mars 2000. Son principal avantage est d'éliminer tout risque

d'attaque spéculative contre la monnaie nationale (puisqu'il n'y en a plus). (En revanche, ce risque demeure dans un régime de caisse d'émission, comme en témoignent les écarts de taux d'intérêt avec le pays ancre).

La dollarisation a tous les inconvénients d'un ciblage du taux de change (perte de l'indépendance monétaire, exposition accrue de l'économie aux chocs qui frappent le pays ancre et impossibilité pour l'institut d'émission de créer de la monnaie et d'agir comme prêteur en dernier ressort). Mais elle a un inconvénient supplémentaire par rapport aux différentes versions d'une politique d'objectif de change, en particulier par rapport au régime de caisse d'émission. Un pays qui abandonne sa monnaie nationale perd le revenu retiré par l'État de l'émission de monnaie – le seignuriage. Celui-ci a pour origine le fait que les pouvoirs publics, ou les banques centrales, n'ont pas à rémunérer la monnaie centrale⁶. Or ils tirent un revenu de son utilisation pour acheter des actifs rémunérateurs, par exemple des obligations. Dans le cas des États-Unis, ce revenu est de l'ordre de 30 milliards de dollars par an. Si un pays émergent fait le choix de la dollarisation et abandonne sa monnaie, il lui faut trouver d'autres ressources pour compenser la perte du seignuriage, ce qui n'est pas toujours facile pour un pays pauvre.

Euroïisation pour les nouveaux entrants dans l'Union européenne ?

Le 1er mai 2004, dix nouveaux pays (Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie) sont entrés dans l'Union européenne, mais ils n'appartiendront à la zone euro que lorsqu'ils auront satisfait aux critères de convergence fixés par le traité de Maastricht. Ne pourraient-ils pas accélérer les choses et décider, unilatéralement, de procéder à une euroïisation ? La réponse de la Banque centrale européenne est non : « Une adoption unilatérale de la monnaie unique à travers l'euroïisation en dehors du cadre prévu par le traité irait à l'encontre du raisonnement économique sous-tendant l'Union économique et monétaire, qui conçoit l'adoption de l'euro comme l'aboutissement d'un processus de convergence structuré à l'intérieur d'un cadre multilatéral. Dès lors, l'euroïisation unilatérale ne peut être un moyen de se soustraire aux étapes prévues par le traité pour l'adoption de l'euro ».