

**SÉNAT DE BELGIQUE**


---

**SESSION DE 1999-2000**


---

20 JUILLET 2000

**Proposition de résolution relative à la mise en place d'un prélèvement minimal sur les transactions spéculatives en devises**

**Proposition de résolution sur la mise en place d'une taxe sur les mouvements internationaux de capitaux**

**AUDITIONS**

ORGANISÉES PAR  
LA COMMISSION  
DES FINANCES ET  
DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES

---

Avant d'entamer la discussion des propositions de résolution, la commission des Finances et des Affaires économiques a décidé d'organiser des auditions sur la mise en place d'un prélèvement minimal sur les transactions spéculatives en devises ou d'une taxe sur les mouvements internationaux de capitaux.

Ces auditions ont eu lieu les 31 mai, 7 et 14 juin 2000. Suite à la décision du 16 mars 2000 du Bureau du Sénat, elles étaient publiques.

Les exposés sont reproduits dans la langue de l'auteur.

---

*Voir:*

**Documents du Sénat:**

**2-235 - 1999/2000:**

N° 1: Proposition de résolution de MM. Morael et Maertens.

**2-314 - 1999/2000:**

N° 1: Proposition de résolution de M. Mahoux et consorts.

**BELGISCHE SENAAAT**


---

**ZITTING 1999-2000**


---

20 JULI 2000

**Voorstel van resolutie over het invoeren van een minimumheffing op de speculatieve valutahandel**

**Voorstel van resolutie over het invoeren van een belasting op internationale kapitaalbewegingen**

**HOORZITTINGEN**

GEORGANISEERD DOOR  
DE COMMISSIE VOOR  
DE FINANCIËN EN DE  
ECONOMISCHE AANGELEGENHEDEN

---

De commissie voor de Financiën en de Economische aangelegenheden heeft beslist om, alvorens de bespreking van de voorstellen van resolutie aan te vatten, hoorzittingen te organiseren over het invoeren van een minimumheffing op speculatieve valutahandel, dan wel internationale kapitaalbewegingen.

Deze hoorzittingen vonden plaats op 31 mei, 7 en 14 juni 2000. Ingevolge de beslissing van 16 maart 2000 van het Bureau van de Senaat, waren deze openbaar.

De uiteenzettingen zijn weergegeven in de taal van de spreker.

---

*Zie:*

**Stukken van de Senaat:**

**2-235 - 1999/2000:**

Nr. 1: Voorstel van resolutie van de heren Morael en Maertens.

**2-314 - 1999/2000:**

Nr. 1: Voorstel van resolutie van de heer Mahoux c.s.

**I. Audition du 31 mai 2000**

1. Exposé de M. Guy Quaden, gouverneur de la Banque nationale de Belgique . . . . . 3
2. Exposé de M. Georges Martin, directeur du Département économique et des études de l'Association belge des Banques . . . . . 7

**II. Audition du 7 juin 2000**

1. Exposé de M. Paul Bernd Spahn, professeur de la «Goethe University», Frankfurt am Main . . . . . 13
2. Exposé de M. Rodney Schmidt, chercheur au «International Development Research Centre», Government of Canada (Vietnam office), Hanoi, Vietnam . . . . . 29
3. Exposé de M. A. Lamfalussy, professeur à l'Institut d'études européennes, UCL . . . . . 31
4. Exposé de M. Willy Kiekens, conseiller juridique de la Banque nationale de Belgique, administrateur du Fonds monétaire international . . . . . 34
5. Exposé de M. Mathias Dewatripont, professeur à la Faculté des sciences sociales, politiques et économiques, ULB, co-directeur du centre Ecares — ULB . . . . . 47

**III. Audition du 14 juin 2000**

1. Exposé de M. Olivier Davanne, professeur de l'Université de Paris Dauphine . . . . . 50
2. Exposé de M. Bruno Jetin, professeur à l'Université de Paris Nord . . . . . 52
3. Exposé de M. Robert Cobbaut, professeur à l'IAG, faculté des sciences économiques, sociales et politiques, UCL . . . . . 56

**I. Hoorzitting van 31 mei 2000**

1. Uiteenzetting door de heer Guy Quaden, gouverneur van de Nationale Bank van België . . . . . 3
2. Uiteenzetting door de heer Georges Martin, directeur van het Studie- en Economisch departement van de Belgische Vereniging van Banken . . . . . 7

**II. Hoorzitting van 7 juni 2000**

1. Uiteenzetting door de heer Paul Bernd Spahn, professor aan de Goethe Universiteit, Frankfurt am Main . . . . . 13
2. Uiteenzetting door de heer Rodney Schmidt, onderzoeker aan het «International Development Research Centre», Government of Canada (Vietnam office), Hanoi, Vietnam . . . . . 29
3. Uiteenzetting door de heer A. Lamfalussy, professor aan het «Institut d'études européennes», UCL . . . . . 31
4. Uiteenzetting door de heer Willy Kiekens, juridisch adviseur bij de Nationale Bank van België, executive director van het Internationaal Monetair Fonds . . . . . 34
5. Uiteenzetting door de heer Mathias Dewatripont, professor aan de faculteit der sociale, politieke en economische wetenschappen, ULB, co-directeur van het *centre Ecares* — ULB . . . . . 47

**III. Hoorzitting van 14 juni 2000**

1. Uiteenzetting door de heer Olivier Davanne, professor aan de «Université de Paris Dauphine» . . . . . 50
2. Uiteenzetting door de heer Bruno Jetin, professor aan de «Université de Paris Nord» . . . . . 52
3. Uiteenzetting door de heer Robert Cobbaut, professor aan het IAG, faculteit der economische, sociale en politieke wetenschappen, UCL . . . . . 56

## I. AUDITION DU 31 MEI 2000

### 1. Exposé de M. Guy Quaden, gouverneur de la Banque nationale de Belgique

C'est pour moi un honneur et un plaisir de pouvoir m'exprimer devant la commission des Finances du Sénat qui entend soumettre à une étude approfondie les propositions liées à l'introduction d'une taxe Tobin et à la régulation des flux internationaux de capitaux.

Comme vous le savez, la tendance a plutôt été, les dernières décennies, à une libéralisation croissante des opérations en capital. Dans l'Union européenne, la libéralisation des flux de capitaux a été achevée en 1990, dans le cadre du marché unique. Cette circulation sans entrave des capitaux est un élément essentiel de l'Union économique et monétaire. En outre, la plupart, sinon toutes les barrières à la libre circulation des capitaux ont aussi été levées dans d'autres pays industrialisés.

Bien qu'une intégration au sein du marché mondial des capitaux puisse présenter d'importants avantages pour tous les pays, les propositions visant une libéralisation générale des flux de capitaux dans les pays qui continuent d'appliquer, actuellement, une ou plusieurs formes de contrôle de ces flux doivent, à mon sens, être envisagées avec la prudence qui s'impose. La crise asiatique l'a montré, une libéralisation aveugle et trop rapide des flux internationaux de capitaux peut en effet être source d'instabilité dans les pays concernés.

L'idée qu'une régulation des flux de capitaux internationaux peut contribuer à rendre le système monétaire international plus harmonieux et favoriser le développement économique dans le monde n'est assurément pas neuve. L'histoire financière a été émaillée de plusieurs initiatives tendant à dessiner, via une régulation des flux internationaux, un système monétaire international plus harmonieux. Les accords de Bretton Woods, conclus en 1944, en sont une illustration bien connue.

Les débats menés de nos jours quant à une (nouvelle) régulation des flux de capitaux accordent une place de choix à la taxe Tobin, sans qu'il soit, toutefois, uniquement fait référence aux études originales du professeur Tobin. Il s'agit plutôt, en l'occurrence, d'une dénomination commune pour une série de propositions qui visent à instaurer une taxe sur les opérations conduites sur les marchés des changes. Plutôt que d'entamer une analyse détaillée des différentes pistes, je voudrais me concentrer sur quelques considérations, d'ordre plus général, relatives à l'établissement d'une taxe sur les opérations de change.

Les partisans de l'introduction d'une taxe Tobin poursuivent en fait un double objectif, à savoir une

## I. HOORZITTING VAN 31 MEI 2000

### 1. Uiteenzetting van de heer Guy Quaden, gouverneur van de Nationale Bank van België

Het is voor mij een eer en een genoegen het woord te mogen nemen in de Senaatscommissie Financiën, die de voorstellen voor de invoering van een «Tobin-taks» en de regulering van internationale kapitaalstromen aan een grondige studie wil onderwerpen.

Zoals u weet, is er in de laatste decennia een tendens geweest naar een toenemende vrijmaking van het kapitaalverkeer. In de Europese Unie werd de volledige vrijmaking van het kapitaalverkeer voltooid in 1990, in het kader van de éénheidsmarkt. Dit onbelemmerd kapitaalverkeer is een essentieel element van de Economische en Monetaire Unie. Ook in andere geïndustrialiseerde landen zijn de meeste, indien niet alle, barrières voor het vrij verkeer van kapitaal afgeschaft.

Hoewel een integratie in de globale kapitaalmarkt belangrijke voordelen kan opleveren voor alle landen, dienen de voorstellen voor een algemene liberalisering van de kapitaalstromen in landen die vandaag nog altijd één of meerdere vormen van kapitaalcontroles toepassen, mijns inziens, met de nodige omzichtigheid te worden behandeld. Zoals de Aziatische crisis heeft aangetoond, kan een blinde en al te snelle liberalisering van het internationaal kapitaalverkeer immers leiden tot instabiliteit in de betrokken landen.

De idee dat een regulering van de internationale kapitaalstromen kan bijdragen tot een harmonieuzer internationaal monetair stelsel en tot globale economische ontwikkeling is zeker niet nieuw. De financiële geschiedenis heeft verscheidene initiatieven gekend die erop gericht waren, via een regulering van de internationale kapitaalstromen, een harmonieuzer internationaal monetair stelsel te verwezenlijken. Een prominent voorbeeld in dit verband zijn ongetwijfeld de Bretton Woods akkoorden van 1944.

In de hedendaagse debatten over een (her)regulering van de internationale kapitaalstromen neemt de «Tobin-taks» een belangrijke plaats in, waarbij evenwel niet alleen naar de oorspronkelijke studies van professor Tobin wordt verwezen. Het gaat hier eerder om een verzamelnaam voor een reeks voorstellen die de instelling van een taks op wisselmarkttransacties beogen. Eerder dan mij te verdiepen in een gedetailleerde bespreking van de verschillende alternatieven, zou ik mij daarom willen concentreren op enkele, meer algemene, beschouwingen omtrent de instelling van een belasting op wisselmarkttransacties.

Met de instelling van een Tobin-taks willen de voorstanders in feite twee doelstellingen bereiken,

limitation de la volatilité caractérisant les marchés des changes internationaux et la création d'une nouvelle source de recettes pour le financement de projets internationaux.

Vous comprendrez qu'une discussion sur l'opportunité d'une nouvelle taxe ne ressortit pas aux compétences traditionnellement dévolues au gouverneur de la Banque Nationale. Je voudrais cependant témoigner ici, à titre personnel, de ma sympathie pour les projets proposés pour un financement par les revenus tirés d'une taxe Tobin, comme la promotion du développement économique et la lutte contre la pauvreté. Et, comme tous mes collègues banquiers centraux, j'ai au moins un objectif commun avec les défenseurs de la taxe Tobin, à savoir la mise en place de marchés financiers internationaux stables et fonctionnant harmonieusement. Toutefois, l'introduction d'une taxe Tobin ne semble pas être le moyen adéquat en vue de limiter la volatilité sur les marchés des changes internationaux.

Pour justifier l'introduction d'une telle taxe, ses partisans avancent essentiellement la contribution qu'elle pourrait fournir à la réduction des opérations de spéculation. En théorie, et encore plus en pratique, il est malheureusement impossible de distinguer clairement les transactions «spéculatives» des opérations «non spéculatives». Permettez-moi d'illustrer ce point à l'aide de deux exemples :

— Un particulier qui achète, sur les conseils de son banquier, une euro-obligation en dollar canadien est-il un spéculateur ?

— Où se situe la limite pour un gestionnaire de fonds de pension qui couvre une position en devises qu'il juge très risquée pour préserver le capital des pensions de travailleurs cotisants ?

Il n'existe pas de réponse univoque à ces questions.

S'agissant de la mise en œuvre pratique de la taxe Tobin, je voudrais rappeler brièvement l'expérience passée du double marché des changes en Belgique.

Comme vous ne l'ignorez pas, la Belgique, et son partenaire luxembourgeois, ont observé, entre 1955 et 1990, une stricte réglementation du marché des changes, sous la forme d'un double marché des changes. Une distinction était faite entre les opérations commerciales et les transactions financières. Le marché des changes réglementé, sur lequel on tentait d'obtenir un cours de change stable grâce aux interventions de la Banque nationale, ne pouvait être utilisé que pour les opérations commerciales. Les transactions en capital devaient s'effectuer via le marché des changes non réglementé, sur lequel le cours de change variant en fonction de l'offre et de la demande. L'objectif était de protéger les opérations commerciales, qui sont primordiales pour l'économie

namelijk een inperking van de volatiliteit op de internationale wisselmarkten en het aanbrengen van een nieuwe bron van inkomsten voor de financiering van internationale initiatieven.

U zal begrijpen dat een discussie over de opportuniteit van een nieuwe belasting niet tot de natuurlijke bevoegdheden van een gouverneur van de Nationale Bank behoort. Toch wil ik hier, in mijn persoonlijke naam, mijn sympathie betuigen voor de projecten die zijn voorgesteld als mogelijke eindbestemming van de opbrengst van een Tobin-taks, zoals bijvoorbeeld de bevordering van economische ontwikkeling en de bestrijding van de armoede. En, zoals alle centrale bankiers, heb ik ten minste een gemeenschappelijk streefdoel met de voorstanders van de Tobin-taks, namelijk het bereiken van financiële stabiliteit en een harmonieuze werking van de financiële markten. Maar de invoering van een Tobin-taks lijkt me echter niet het goede middel te zijn om de volatiliteit op de internationale valutamarkten te beperken.

Om de instelling van de Tobin-taks te rechtvaardigen, verwijzen de voorstanders voornamelijk naar de mogelijke bijdrage van zo'n belasting tot een inperking van de «speculatieve» verrichtingen. In theorie — laat staan in de praktijk — is het echter onmogelijk een duidelijk onderscheid te maken tussen «speculatieve» en «niet-speculatieve» financiële transacties. Sta me toe dit te illustreren aan de hand van twee voorbeelden :

— Is een particulier, die op aanraden van zijn bankier een euro-obligatie in Canadese dollar koopt, een speculant ?

— En waar ligt de grens bij de beheerder van een pensioenfonds, die een — in zijn ogen — risicovolle muntpositie indekt om het pensioenkapitaal van de aangesloten werknemers veilig te stellen ?

Een éénduidig antwoord op deze vragen is niet voorhanden.

In verband met de praktische toepassing van de Tobin-taks wil ik graag even ingaan op de ervaring die België in het verleden heeft gehad met haar dubbele valutamarkt.

Zoals u wellicht weet, kende België — samen met zijn Luxemburgse partner — tussen 1955 en 1990 een strikte reglementering van de valutamarkt, in de vorm van een dubbele wisselmarkt. Hierbij werd een verschil gemaakt tussen commerciële operaties en financiële operaties. De gereguleerde wisselmarkt, waar met de hulp van interventies door de Nationale Bank een stabiele wisselkoers werd nagestreefd, kon enkel worden gebruikt voor de commerciële operaties. De kapitaaltransacties moesten geschieden via de vrije wisselmarkt, waar de wisselkoers schommelde afhankelijk van vraag en aanbod. Hierbij werd beoogd om de commerciële transacties, die voor de economie van het land van primordiaal belang worden geacht, af te schermen van de koersfluctuaties

du pays, des fluctuations de cours qui étaient provoquées par les mouvements de capitaux. Et on constatait effectivement que, en période de tensions financières, les cours du marché non réglementé et du marché réglementé étaient très différents. Cependant, comme on l'a vu en 1982, en cas de raisons objectives d'une dépréciation, ces écarts, même élevés, n'étaient pas nécessairement dissuasifs.

D'autre part, quoique conceptuellement attrayante, cette réglementation du marché des changes représentait, en pratique, une lourde charge administrative pour les agents économiques et pour le secteur bancaire et mobilisait de nombreux moyens, également dans le chef des autorités de contrôle. De plus, la distinction entre les opérations commerciales et financières était parfois, et toujours plus avec le temps, difficile à faire. Progressivement, le système a d'ailleurs souffert de la vive expansion des marchés de changes, de la forte augmentation des flux commerciaux et de capitaux et, surtout, de la complexité croissante des transactions internationales. Le 5 mars 1990, le double marché des changes a dès lors été supprimé.

Nul n'est besoin de vous dire que, depuis 1990, la complexité des marchés monétaires et le volume des transactions internationales ont encore augmenté, essentiellement en raison du recours aux nouvelles possibilités nées des progrès technologiques. À cet égard, les partisans de la taxe Tobin doivent être conscients des nombreux problèmes conceptuels et pratiques et des coûts administratifs élevés qu'entraînerait l'introduction de celle-ci.

En raison de l'impossibilité de distinguer les transactions « spéculatives » des transactions « non spéculatives », certains partisans de la taxe Tobin proposent de taxer toutes les transactions, qu'elles soient considérées comme « spéculatives » ou « non spéculatives ». Pourquoi faudrait-il s'y refuser, tant d'autres activités étant taxées ?

L'incidence négative exercée sur la liquidité du marché des changes constitue la principale objection à l'introduction de la taxe Tobin. Ce rétrécissement de la liquidité sur le marché des changes se traduirait à son tour par une augmentation du coût de toutes les transactions internationales, tant commerciales que financières. La théorie économique nous enseigne en outre qu'un rétrécissement de la liquidité d'un marché s'accompagne souvent d'un accroissement de la volatilité, ce qui signifie que la taxe Tobin pourrait avoir sur les marchés des effets inverses à ceux désirés.

La suggestion de contourner ce problème de la taxe Tobin en n'imposant que les transactions avec le client « final » — par opposition aux transactions « intermédiaires » — générerait à son tour une charge

die werden veroorzaakt door kapitaalbewegingen, en inderdaad kan worden vastgesteld dat, in tijden van financiële spanningen, de koersen van de vrije en van de gereglemeenterde markt sterk verschilden. Als er objectieve redenen voor een depreciatie bestonden, zoals het geval was in 1982, waren die — zelfs grote — verschillen nochtans niet noodzakelijk afschrikkend.

Hoewel overigens conceptueel aantrekkelijk, vormde deze valutamarktreglementering in de praktijk een hoge administratieve last voor de economische agenten en voor de banksector, en mobiliseerde zij heel wat middelen, ook bij de toezichhoudende overheid. Bovendien kon het verschil tussen commerciële en financiële operaties niet altijd duidelijk, en met de tijd steeds minder, gemaakt worden. Met de tijd werd de uitvoerbaarheid van het systeem overigens ondergraven door de sterke expansie van de wisselmarkten, de forse toename van de handels- en kapitaalstromen, en — vooral door — de toenemende complexiteit van de internationale transacties. Op 5 maart 1990 werd de dubbele valutamarkt dan ook afgeschaft.

Ik hoef u niet te vertellen dat sinds 1990 de complexiteit van de valutamarkten en het volume internationale transacties nog verder is toegenomen, niet in het minst als gevolg van het gebruik van de nieuwe mogelijkheden die door de technologische vooruitgang zijn geschapen. In dit kader dienen de voorstanders zich rekenschap te geven van de talrijke conceptuele en praktische problemen en de hoge administratieve kosten die gepaard zouden gaan met de invoering van een Tobin-taks.

Als gevolg van de onmogelijkheid om een onderscheid te maken tussen «speculatieve» en «niet-speculatieve» transacties, stellen sommige voorstanders van de Tobin-taks voor om alle valutamarkttransacties te belasten, ongeacht of deze nu als «speculatief» of «niet-speculatief» moeten worden beoordeeld. Waarom niet, als zovele andere activiteiten worden belast ?

Een negatieve weerslag op de liquiditeit van de wisselmarkt vormt het voornaamste bezwaar tegen de invoering van de Tobin-taks. Deze geringere liquiditeit op de wisselmarkt zou op zijn beurt resulteren in een hogere kostprijs van alle internationale transacties, zowel van commerciële als van financiële aard. De economische theorie leert ons bovendien dat een geringere liquiditeit van een markt dikwijls gepaard gaat met een verhoogde volatiliteit, hetgeen zou betekenen dat de Tobin-taks op de valutamarkten het tegengestelde zou kunnen bereiken van wat eigenlijk wordt nagestreefd.

Het voorstel om dit probleem van de Tobin-taks te omzeilen door enkel de transacties met de «uiteindelijke» klant te belasten — in tegenstelling tot de «intermediaire» transacties — zou op zijn

administrative accrue et entraînerait la mise en place de mécanismes ayant pour seul objectif d'éluider l'impôt.

La littérature économique fournit d'autres arguments théoriques et techniques contre l'introduction de la taxe Tobin. Sont-ils convaincants ou non? Il appartient à tout un chacun de se forger son point de vue sur la question. Faute de temps, je ne citerai que la principale difficulté liée à l'application pratique de la taxe Tobin.

Dans la mesure où le marché des changes est un véritable marché mondial, qui exploite pleinement les avantages du commerce électronique, on peut imaginer qu'une application territoriale limitée de la taxe Tobin, par exemple uniquement au sein de l'Union européenne, entraînerait une «délocalisation» massive des activités liées au marché des changes vers ce qu'on appelle les «paradis fiscaux». Vue sous cet angle, une application mondiale de la taxe Tobin semble être une condition *sine qua non* de son succès. Des initiatives antérieures visant à une harmonisation internationale de la fiscalité n'ont toutefois guère donné de résultats jusqu'à présent et, au contraire, la tendance récente a été un peu partout, pour des raisons de compétitivité, à l'abaissement des taxes sur les opérations financières.

Je rappelle que les partisans de la taxe Tobin ne sont bien sûr pas les seuls à vouloir empêcher une trop grande volatilité sur les marchés financiers. C'est également l'un des principaux soucis des banques centrales et de plusieurs institutions financières internationales compétentes pour garantir la stabilité financière.

À ce propos, je rappellerai certaines des initiatives qui ont été prises ces dernières années afin d'aider à empêcher l'émergence d'une volatilité indésirable sur les marchés des changes internationaux.

— Le passage à la troisième phase de l'Union économique et monétaire et l'introduction de l'euro, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, ont évidemment constitué une mesure importante. La liaison irrévocable de 11 monnaies européennes, qui représentent une part importante de l'économie mondiale, a indubitablement fortement contribué à limiter le problème de l'instabilité des taux de change au niveau mondial.

— Par ailleurs, à la suite des crises financières qui ont frappé les économies émergentes dans les années 90, un très grand nombre d'efforts ont été consentis pour supprimer les causes de fortes fluctuations des cours — comme une politique de change inadaptée ou la faiblesse du secteur financier intérieur. Citons par exemple l'attention accrue portée par le FMI à la stabilité du système financier dans les États membres, la révision, par le comité de Bâle, des accords sur les fonds propres des banques, ou encore la création du Forum pour la stabilité financière,

beurt een grotere administratieve last creëren, en leiden tot het opzetten van mechanismen waarvan het enige doel een ontwijking van de belasting zou zijn.

Men vindt in de economische literatuur andere theoretische en technische argumenten tegen de invoering van een Tobin-taks. Zijn ze overtuigend of niet? Iedereen kan zich zijn oordeel vormen. Maar, bij gebrek aan tijd wil ik alleen de voornaamste moeilijkheid betreffende de praktische toepassing van de Tobin-taks vermelden.

Aangezien de wisselmarkt een echte globale markt is, die ten volle gebruik maakt van de voordelen van de elektronische handel, kan men zich voorstellen dat een beperkte territoriale toepassing van de Tobin-taks (bijvoorbeeld alleen in de Europese Unie) een belangrijke «emigratie» van valutamarktactiviteiten naar zogeheten «belastingparadijzen» op gang zou brengen. In dit licht lijkt een wereldwijde toepassing van de Tobin-taks een *conditio sine qua non* voor zijn succes. Eerdere initiatieven om te komen tot een internationale harmonisering van de belastingen hebben echter tot nu toe weinig resultaat opgeleverd. Recentelijk is integendeel zowat overal een tendens opgetekend tot verlaging van de belastingen op de financiële transacties, een en ander om redenen van concurrentie.

Ik herhaal dat de voorstanders van de Tobin-taks zeker niet alleen staan in hun betrachting om ongewenst hoge volatiliteit op de financiële markten te voorkomen. Dit is eveneens een hoofdbekommernis voor de centrale banken en voor verschillende internationale financiële instellingen die bevoegd zijn voor het waarborgen van de financiële stabiliteit.

In dit verband verwijs ik naar een aantal initiatieven die in de voorbije jaren zijn genomen om ongewenste volatiliteit op de internationale wisselmarkten te helpen voorkomen.

— Een belangrijke maatregel was ongetwijfeld de overgang naar de derde fase van de Economische en Monetaire Unie en de invoering van de euro op 1 januari 1999. Door de onherroepelijke koppeling van 11 Europese munten, die een belangrijk aandeel vertegenwoordigen in de wereldeconomie, werd ongetwijfeld een grote bijdrage geleverd tot de beperking van het probleem van de wisselkoersinstabiliteit op wereldvlak.

— Daarnaast zijn er, in het spoor van de financiële crises in de ontluikende economieën in de jaren 90, heel wat inspanningen geleverd om de oorzaken van hevige koersschommelingen — zoals een onaangepast wisselkoersbeleid of een zwakke binnenlandse financiële sector — weg te werken. In dit kader passen bijvoorbeeld de verhoogde aandacht van het IMF voor de stabiliteit van het financieel systeem in de lidstaten, de herziening door het Bazilcomité van de akkoorden over de kapitaalvereisten in de banksector, of de oprichting van het Financial Stability

chargé par le G7 de promouvoir la stabilité sous tous ses aspects sur les marchés financiers. Depuis la crise asiatique, la nécessité d'une transparence accrue des informations communiquées aux marchés financiers est également souvent évoquée par plusieurs institutions financières internationales. Cette évolution a à son tour entraîné le développement de normes et de règles de conduite qui doivent garantir une bonne transmission de l'information.

— Enfin, depuis quelques années, on souligne avec plus d'insistance la nécessité de répartir équitablement les coûts d'une crise financière entre les bailleurs de fonds privés et publics. Associée à un rôle accru assigné au secteur privé pour éviter et résoudre les crises financières, la lutte contre le problème bien connu du «risque moral» — où les opérateurs privés considèrent que les pertes éventuelles peuvent être annulées par l'intervention financière des pouvoirs publics ou des institutions financières internationales — devrait contribuer à une perception des risques plus efficace par les bailleurs de fonds privés, ce qui devrait avoir pour effet de réduire les transactions les plus douteuses.

En ce qui concerne l'autre objectif poursuivi par les partisans d'une taxe Tobin, à savoir la promotion du développement économique et la lutte contre la pauvreté, je formulerai deux remarques.

La première, c'est que la taxe Tobin peut difficilement être considérée comme un impôt sur la fortune ou sur les revenus dans la mesure où il s'agit d'un impôt sur les transactions. Indépendamment des problèmes pratiques qui compliqueraient l'application de la taxe Tobin, il existe en outre un danger que la taxe Tobin ne touche que les agents économiques qui ne disposent pas des moyens d'éluder cet impôt.

La seconde, c'est que la taxe Tobin n'est certainement pas la seule source de revenus possible pour promouvoir le développement économique et lutter contre la pauvreté. Il y a lieu d'envisager les différentes possibilités sur la base d'une analyse détaillée des coûts et des profits. Mais, si on le souhaite, il est toujours possible de décider qu'un certain pourcentage du PIB des pays industrialisés doit être consacré à l'aide au développement.

\*  
\* \*

## 2. Exposé de M. Georges Martin, directeur du Département économique et des études de l'Association belge des Banques

Je tiens avant tout à vous remercier pour votre invitation à prendre part à cette audition concernant les

Forum, dat door de G-7 belast is met de promotie van de stabiliteit op de financiële markten in al haar aspecten. Sinds de Aziatische crisis is de noodzaak voor een verhoogde transparantie in de informatieverstrekking aan de financiële markten eveneens een belangrijk agendapunt geworden voor verscheidene internationale financiële instellingen. Dit heeft op zijn beurt geleid tot de ontwikkeling van standaarden en gedragsregels die een goede informatieverstrekking moeten verzekeren.

— Ten derde is in de voorbije jaren een grotere nadruk gelegd op de noodzaak om de kosten van een financiële crisis op een billijke wijze te verdelen tussen de private en officiële kapitaalverstrekkers. Samen met een grotere rol voor de privé-sector in het voorkomen en oplossen van financiële crisissen, zou een bestrijding van het welbekende «moral hazard» probleem — waarbij privé-operatoren verwachten dat mogelijke verliezen kunnen worden afgewenteld door de financiële tussenkomst van de overheid of de internationale financiële instellingen — moeten bijdragen tot een meer efficiënte risicoperceptie in hoofde van de private kapitaalverstrekkers. En dit zou een remmend effect moeten hebben op de meeste betwistbare financiële transacties.

Betreffende de andere doelstelling die de voorstanders van een Tobin-taks nastreven, namelijk de bevordering van de economische ontwikkeling en de bestrijding van de armoede, zal ik twee opmerkingen maken.

De eerste is deze: de Tobin-taks kan bezwaarlijk als een vermogens- of inkomensbelasting worden beschouwd, aangezien de belasting gericht is op transacties. In het licht van de praktische problemen die met een toepassing van de Tobin-taks gepaard zouden gaan, bestaat bovendien het gevaar dat de Tobin-taks alleen de economische subjecten zal treffen die niet over de middelen beschikken om die belasting te ontwijken.

De tweede opmerking luidt als volgt: de Tobin-taks is zeker niet de enig mogelijke bron van inkomsten om de economische ontwikkeling te bevorderen en de armoede te bestrijden. Een afweging van de alternatieve mogelijkheden dient te gebeuren op basis van een grondige kosten-baten analyse, maar, als men dit wil, kan men altijd beslissen dat in de geïndustrialiseerde landen een zeker percentage van het BBP aan ontwikkelingshulp moet worden besteed.

\*  
\* \*

## 2. Uiteenzetting van de heer Georges Martin, directeur van het Studie- en Economisch departement van de Belgische Vereniging van Banken

Mag ik u allereerst danken voor uw uitnodiging om deel te nemen aan deze hoorzitting betreffende de

diverses propositions de mise à l'étude ou d'imposition d'une taxe sur les mouvements de capitaux spéculatifs. Je dois également excuser M. Guido Ravoet, directeur-général de l'ABB, qui se trouve actuellement à l'étranger et ne sera donc pas en mesure d'assister personnellement à ce hearing.

Il m'a demandé de le remplacer pour vous exposer le point de vue du secteur bancaire belge en la matière. Il s'agit, je crois, d'un point de vue qui est très proche de celui exprimé par la majorité des économistes au sujet d'une taxe de ce genre.

Vu le temps limité qui m'est imparti, je me concentrerai sur quelques aspects de cette problématique parmi beaucoup d'autres, à savoir :

- la base d'imposition,
- les objectifs poursuivis,
- l'applicabilité d'un tel système,
- qui paie la taxe en question ?
- quelques solutions alternatives.

Un premier aspect qui mérite notre attention est la base sur laquelle serait prélevée une taxe du genre «taxe Tobin» : il s'agirait d'une taxe permanente sur toutes les opérations de change. Ce serait donc une taxe non sélective car il est totalement impossible d'isoler les opérations spéculatives de celles qui ne le sont pas. Deux opérations identiques peuvent d'ailleurs avoir une motivation très différente. Par exemple, celui qui achète une action ou une obligation dans une autre devise peut avoir pour but un placement à long terme de bon père de famille ou l'espoir «spéculatif» d'un gain rapide sur le cours du titre ou sur le taux de change.

Certains voudraient opposer les opérations à long terme (justifiées) aux opérations à court terme (jugées spéculatives). Cette distinction est fautive. Le crédit aux banques et aux entreprises, le financement du commerce extérieur, prennent souvent la forme de crédits à court terme. La distinction entre opérations liées au commerce et à l'investissement d'une part, et opérations autonomes, purement financières, d'autre part, n'est pas non plus réaliste. Les placements financiers sont aussi une source précieuse de capitaux pour les pays émergents par exemple.

Il n'est pas exact non plus d'affirmer que l'augmentation des mouvements de capitaux n'a fait qu'accroître les revenus du capital. Historiquement, il est prouvé que ce sont les pays les plus ouverts aux capitaux étrangers qui ont connu la croissance la plus forte, le développement le plus rapide. Les jeunes économies dynamiques ont toujours un déficit d'épargne alors que les pays dont l'économie et la démographie sont plus vieilles ont des surplus d'épargne qui peuvent être utilisés plus efficacement à l'étranger. Et je ne parle pas ici que des investissements à long terme.

diverse voorstellen om een taks op speculatieve kapitaalbewegingen in studie te nemen of op te leggen. Ook moet ik de heer Guido Ravoet, directeur-generaal van de BVB, verontschuldigen. Hij bevindt zich momenteel in het buitenland en zal deze hearing dus niet persoonlijk kunnen bijwonen.

Hij heeft mij gevraagd hem te vervangen om u het standpunt van de Belgische banksector ter zake uiteen te zetten. Dit standpunt sluit, geloof ik, zeer nauw aan bij het standpunt dat de meeste economen innemen in verband met een dergelijke taks.

Aangezien de mij toegemeten tijd beperkt is, zal ik mij toespitsen op slechts enkele van de vele aspecten van deze problematiek, namelijk :

- de belastinggrondslag,
- de beoogde doelstellingen,
- de toepasbaarheid van zo'n systeem,
- wie betaalt de taks in kwestie ?
- enkele alternatieven.

Een eerste aspect dat onze aandacht verdient, is op welke grondslag een taks zoals de «Tobin-taks» zou worden geheven : dit zou een permanente taks op alle wisselverrichtingen zijn. Dus niet een selectieve taks want het is totaal onmogelijk speculatieve verrichtingen te onderscheiden van niet-speculatieve. Twee identieke verrichtingen kunnen trouwens een zeer verschillende motivatie hebben. Wie bijvoorbeeld een aandeel of een obligatie in een andere munt koopt, kan dat doen met de bedoeling van een langetermijnbelegging als goede huisvader of in de «speculatieve» hoop op een snelle winst op de koers van het effect of op de wisselkoers.

Sommigen zouden de (gerechtvaardigde) langetermijnverrichtingen tegen de (als speculatief beoordeelde) kortetermijnverrichtingen willen stellen. Dit onderscheid is verkeerd. Krediet aan banken en aan ondernemingen, financiering van de buitenlandse handel nemen dikwijls de vorm aan van kortetermijnkredieten. Het onderscheid tussen de aan handel en aan investering gekoppelde verrichtingen enerzijds en autonome, puur financiële verrichtingen anderzijds is evenmin realistisch. Financiële beleggingen zijn ook een kostbare bron van kapitaal voor de opkomende landen bijvoorbeeld.

Het is ook niet juist te beweren dat de toename van de kapitaalbewegingen de inkomsten uit kapitaal alleen maar heeft doen toenemen. Historisch is bewezen dat de sterkste groei en de snelste ontwikkeling zich hebben voorgedaan in de landen die het meest openstaan voor buitenlands kapitaal. Jonge, dynamische economieën hebben altijd een spaartekort, terwijl landen met de oudste economie en bevolking spaaroverschotten hebben die efficiënter kunnen worden gebruikt in het buitenland. En ik heb het hier niet alleen over langetermijnbeleggingen.

Une «taxe Tobin» frapperait donc probablement tous les mouvements de capitaux, qu'ils soient utiles et justifiés ou qu'ils ne le soient pas, car la plupart des distinctions sont arbitraires ou simplistes.

Quel but veut-on atteindre au moyen d'une telle taxe? Les objectifs sont divers et en partie contradictoires (donner une plus grande autonomie aux autorités monétaires, réduire la volatilité du marché des changes, abriter les pays émergents des crises financières, procurer des recettes pour des fins spécifiques, par exemple d'aide au développement, etc.). Tous ces objectifs ne peuvent être atteints par un seul et même instrument: ceci est une règle élémentaire d'économie politique. Il faut donc poser la question: une telle taxe est-elle le moyen le plus efficace et le plus équitable pour atteindre le ou les buts recherchés?

Une constatation fondamentale s'impose: les marchés financiers ne sont le plus souvent qu'un thermomètre, un révélateur de problèmes sous-jacents. Lorsqu'il y a «spéculation» contre une monnaie, celle-ci a généralement des causes. C'est à ces causes qu'il faut s'attaquer, non aux effets (les mouvements de capitaux soi-disant déstabilisateurs).

Les causes sont généralement des politiques macro-économiques ou micro-économiques inadéquates: déficits budgétaires excessifs, endettement trop élevé, politique de change inadéquate (par exemple taux de change fixe ou lié à une autre devise, conduisant à une surévaluation et donc à un déficit commercial), contrôle inefficace du secteur bancaire (mismatching, risques de change et de liquidité excessifs), insuffisance de l'information, manque de transparence sur la situation économique et financière réelle (la spéculation consiste le plus souvent à anticiper sur la tendance du marché en bénéficiant d'une information asymétrique; une grande partie de la spéculation serait donc sans objet grâce à une information meilleure et plus rapide).

N'oublions pas qu'un taux de change stable n'est pas un objectif en soi: il doit s'adapter à la situation économique en évolution constante pour ne pas créer et amplifier des déséquilibres. Un des risques d'une «taxe Tobin» serait de retarder ou d'empêcher des ajustements fondamentaux tout à fait justifiés et de les rendre encore plus douloureux par la suite.

On peut citer l'exemple de la dévaluation du BEF en 1982: ce n'est pas spéculation contre le BEF qui a provoqué cette dévaluation, mais la politique budgétaire et l'endettement public intolérable qui avaient précédé; dans le contexte de l'époque, il n'y avait rien de malsain à placer son épargne dans des devises plus fortes comme le mark ou le florin. C'était au contraire un acte de gestion avisée et prudente.

Un argument est souvent invoqué pour justifier une «taxe Tobin»: c'est le moyen pour le politique de

Een «Tobin-taks» zou dus waarschijnlijk alle kapitaalbewegingen treffen, ongeacht of ze nuttig en gerechtvaardigd zijn of niet, want het onderscheid is meestal willekeurig of simplistisch.

Welk doel wil men bereiken met behulp van zo'n taks? De doelstellingen zijn uiteenlopend en deels tegenstrijdig (een grotere autonomie voor de monetaire autoriteiten, minder volatiele wisselmarkten, opkomende landen vrijwaren tegen financiële crises, zorgen voor ontvangsten voor specifieke doeleinden, bijvoorbeeld voor ontwikkelingshulp, enz.). Al deze doelstellingen kunnen niet door een en hetzelfde instrument worden bereikt: dit is een elementaire regel van politieke economie. Men moet dus de vraag stellen: is zo'n taks het efficiëntste en billijkste middel om de beoogde doelen te bereiken?

Een fundamentele vaststelling dringt zich op: de financiële markten zijn meestal maar een thermometer, een «knipperlicht» voor onderliggende problemen. Wanneer er «speculatie» is tegen een munt, zijn daar meestal oorzaken voor. Het zijn die oorzaken die moeten worden aangepakt, niet de gevolgen (de zogenaamd destabiliserende kapitaalbewegingen).

De oorzaak is meestal een falend macro-economisch of micro-economisch beleid: buitensporige begrotingstekorten, te hoge schuldenlast, falend wisselbeleid (bijvoorbeeld vaste of aan een andere munt gekoppelde wisselkoers, leidend tot een overwaardering en dus een handelstekort), inefficiënte controle op de banksector (mismatching, overmatig wissel- en liquiditeitsrisico), tekort aan informatie, gebrek aan transparantie over de reële financieel-economische toestand (speculatie komt er meestal op neer vooruit te lopen op de markttrend door voordeel te halen uit een asymmetrische informatie; met betere en snellere informatie zou speculatie dus grotendeels zinloos zijn).

Laten we niet vergeten dat een stabiele wisselkoers geen doel op zich is: hij moet aangepast zijn aan de immer evoluerende economische toestand om geen onevenwichtigheden te creëren of te verergeren. Een van de risico's van een «Tobin-taks» zou zijn dat totaal gerechtvaardigde fundamentele bijstellingen worden vertraagd of verhinderd en achteraf nog harder aankomen.

Men kan het voorbeeld van de devaluatie van de BEF in 1982 aanhalen: niet de speculatie tegen de BEF veroorzaakte die devaluatie, maar het begrotingsbeleid en de ondraaglijke overheidsschuld die vooraf waren gegaan; in de context van toen was het geenszins onverstandig zijn spaargeld te beleggen in sterkere munten zoals de mark of de gulden. Het gaf intendeel blijk van verstandig en voorzichtig beheer.

Eén argument wordt dikwijls aangevoerd ter verantwoording van een «Tobin-taks»: het is het middel

reprendre le contrôle de l'économie et du financier. Mais de quel politique parle-t-on? Faut-il soutenir a priori n'importe quel régime, n'importe quelle politique économique, si mauvaise soit-elle pour la population locale? Une taxe Tobin, ou pire encore, une taxe Spahn (beaucoup plus lourde en cas de forte pression sur le taux de change d'une devise) sont-elles compatibles avec l'autonomie de la politique monétaire? Qui décidera à partir de quel moment et dans quelle mesure une taxe pareille doit être augmentée?

Le troisième point que je voudrais aborder est celui de l'applicabilité d'une telle taxe. Peut-on espérer sérieusement un accord international suffisamment large pour qu'une taxation de ce genre soit efficace? Ni le niveau de l'UEM ni même celui de l'OCDE ne sont suffisants. Lorsqu'on voit les difficultés auxquelles se heurte la réalisation d'un accord sur une harmonisation fiscale minimum au sein de l'Union européenne, on peut se demander si on a la moindre chance de réaliser un accord sur une taxe Tobin, d'autant plus que les grands centres financiers où se réalisent la plus grosse partie des opérations en question n'ont aucune raison de l'adopter.

Un autre problème est celui de la répartition et de l'utilisation des recettes de la taxe en question. Non seulement, si elle est vraiment efficace pour décourager les mouvements de capitaux à court terme, une très grosse partie de la matière taxable devrait disparaître rapidement, mais si son application n'est pas suffisamment générale, le résultat principal sera de délocaliser les opérations financières vers les pays qui refuseront de l'appliquer. Il faut aussi mettre les recettes en balance avec les coûts directs et indirects d'un système de ce genre. L'augmentation de l'aide financée par le produit d'une telle taxe peut n'être qu'illusoire si l'augmentation de la prime de risque et la diminution des entrées de capitaux ont des effets négatifs, même limités, sur le taux de croissance des pays concernés. Enfin, il faudrait une autorité internationale incontestée pour centraliser et répartir le produit de la taxe en question, et en contrôler la perception, qui se fera forcément pour l'essentiel dans les principaux centres financiers du globe.

Le quatrième point qui mérite réflexion est la question de savoir qui paie en définitive cette taxe.

Une partie frappe les opérations directement liées au commerce international et à l'investissement et est donc payée en réalité par les entreprises. Elle n'a aucune justification économique valable.

Une deuxième partie frappe les opérations liées aux placements financiers, qu'ils aient pour origine les épargnants individuels ou les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, sicavs, fonds de pension, etc.) derrière lesquels se cachent également des milliers d'investisseurs individuels. Dans les deux

voor de politiek om weer greep te krijgen op de economie en het financiewezen. Maar over welke politiek spreekt men? Moet men a priori gelijk welke regeling, gelijk welke economische politiek steunen, hoe slecht ook voor de lokale bevolking? Zijn een Tobin-taks, of erger nog, een Spahn-taks (veel zwaarder in geval van sterke druk op de wisselkoers van een munt) te verzoenen met de autonomie van het monetair beleid? Wie zal beslissen vanaf wanneer en in hoeverre een dergelijke taks moet worden verhoogd?

Het derde punt dat ik wil aansnijden, is de toepasbaarheid van zo'n taks. Mag men serieus hopen op een internationaal akkoord dat breed genoeg is opdat een dergelijke belasting doeltreffend is? Noch het niveau van de EMU, noch zelfs dat van de OESO zijn voldoende. Wanneer men ziet hoe moeilijk het is tot een akkoord te komen over een minimale belasting-harmonisatie binnen de Europese Unie, kan men zich afvragen of er ook maar de geringste kans bestaat op een akkoord over een Tobin-taks, temeer omdat de grote financiële centra waar het overgrote deel van de verrichtingen in kwestie gebeurt, geen enkele reden hebben om de taks aan te nemen.

Een ander probleem is de verdeling en aanwending van de ontvangsten van de taks in kwestie. Als die taks al efficiënt is om kortetermijnkapitaalbewegingen te ontmoedigen, zou niet alleen een zeer groot deel van de belastbare materie snel verdwijnen, maar als de taks ook niet algemeen genoeg van toepassing is, zal het hoofdresultaat zijn dat de financiële verrichtingen zullen uitwijken naar landen die weigeren de taks toe te passen. De ontvangsten moeten ook worden afgewogen tegen de directe en indirecte kosten van een dergelijk systeem. De toename van de met de opbrengst van deze taks gefinancierde steun kan slechts denkbeeldig zijn als de toename van de risicopremie en de lagere inkomsten uit kapitaal negatieve, zelfs beperkte, gevolgen hebben voor het groeitempo van de betrokken landen. Ten slotte is er behoefte aan een onomstreden internationale autoriteit om de opbrengst van de taks in kwestie te centraliseren en te verdelen en controle te houden op de inning, die noodzakelijkerwijze voornamelijk in 's werelds grootste financiële centra zal plaatsvinden.

Het vierde bedenkenwaardige punt is de vraag wie uiteindelijk deze taks betaalt.

Een deel treft de rechtstreeks aan de internationale handel en investeringen gekoppelde verrichtingen en wordt dus in feite door de ondernemingen betaald. Daar bestaat geen enkele geldige economische rechtvaardiging voor.

Een tweede deel treft de aan financiële beleggingen gekoppelde verrichtingen, of ze nu uitgaan van de individuele spaarders of de institutionele beleggers (verzekeringsmaatschappijen, sicav's, pensioenfondsen, enz.), waarachter ook duizenden individuele beleggers schuilgaan. In beide gevallen gaat het om

cas, il s'agit d'une taxe sur l'épargne d'autant moins justifiée qu'elle frappe de manière purement discriminatoire les placements dans d'autres devises que celle de l'investisseur concerné. La diversification par devise est pourtant un objectif tout à fait légitime de bonne gestion et de répartition des risques. De plus, les investisseurs institutionnels sont des apporteurs de capitaux de plus en plus importants pour les pays émergents. Ils ont dans bien des cas dépassé largement le montant de l'aide officielle.

Restent les opérations qualifiées fréquemment de « spéculatives », qui jouent pourtant souvent un rôle positif (augmentation de la liquidité et de l'efficacité des marchés). Le volume important de ces opérations est en partie illusoire (répartition des risques entre de nombreux opérateurs, passage par des marchés plus liquides pour réaliser indirectement une opération de couverture, etc.). Si une taxe décourage ce genre d'activité, le risque est de voir augmenter plutôt que diminuer la volatilité des marchés.

Dernière question à aborder en guise de conclusion : y a-t-il des alternatives plus efficaces à la « taxe Tobin », compte tenu des objectifs poursuivis ?

On peut d'abord se demander si un système permanent est nécessaire et justifié. Les marchés ont une grande capacité d'adaptation et d'innovation et l'expérience a démontré que les mesures permanentes finissent toujours par perdre la plus grande partie de leur efficacité. Des mesures mieux ciblées, à caractère temporaire, bien adaptées aux marchés moins sophistiqués des pays émergents, seraient probablement plus efficaces. Certaines formes de contrôle des change ou des mouvements de capitaux entrants ou sortants peuvent être justifiés et ont montré une certaine efficacité.

Un des facteurs qui plaident contre des mesures généralisées et permanentes est que l'essentiel des opérations de change concerne les transactions entre grandes devises. La fraction concernant les pays émergents est beaucoup plus faible, et très peu d'opérations se font avec les devises des pays les plus pauvres. Sauf si le seul but est de se procurer des recettes fiscales, ceci plaide en faveur de mesures beaucoup plus spécifiques.

Si on veut freiner les opérations purement financières, on peut le faire par le simple jeu de l'offre et de la demande, en s'inspirant d'un système très souple qui a montré son efficacité en Belgique et a le mérite d'économiser les réserves de devises, le « double marché des changes » (la banque centrale défend une parité fixe uniquement pour les opérations commerciales et laisse fluctuer librement le taux de change pour les autres opérations).

Une politique de change adéquate est d'ailleurs la première condition de la stabilité des marchés. La défense de parités irréalistes ou de cours limites est souvent un incitant aux mouvements de capitaux

een taks op het spaargeld die des te minder gerechtvaardigd is omdat hij louter discriminerend de beleggingen in andere munten dan de munt van de betrokken belegger treft. Diversifiëring per munt is nochtans een volstrekt legitieme doelstelling van goed beheer en risicospreiding. Bovendien zijn de institutionele beleggers alsmat belangrijker kapitaalbrengers voor de opkomende landen. In heel wat gevallen hebben zij het bedrag van de officiële steun ruimschoots overschreden.

Blijven de frequent als « speculatief » bestempelde verrichtingen, die nochtans dikwijls een positieve rol spelen (grotere marktliquiditeit en -efficiëntie). Het grote volume van deze verrichtingen is deels denkbeeldig (risicospreiding over vele marktdeelnemers, liquidere markten opzoeken om indirect een afdekkingsverrichting uit te voeren, enz.). Als een taks dit soort van activiteit ontmoedigt, is het risico dat de marktvolatiliteit eerder zal toenemen dan afnemen.

Laatste vraag tot besluit: zijn er efficiëntere alternatieven voor de « Tobin-taks », rekening houdend met de beoogde doelstellingen ?

Men kan zich eerst afvragen of een permanent systeem noodzakelijk en gerechtvaardigd is. De markten hebben een groot aanpassings- en vernieuwingsvermogen en de ervaring heeft uitgewezen dat permanente maatregelen uiteindelijk altijd grotendeels hun efficiëntie verliezen. Doelgerichtere, tijdelijke, op de minder gesofisticeerde markten van de opkomende landen afgestemde maatregelen zouden waarschijnlijk efficiënter zijn. Bepaalde vormen van wisselcontrole of controle op de in- en uitgaande kapitaalbewegingen kunnen gerechtvaardigd zijn en hebben blijk gegeven van een zekere efficiëntie.

Een van de factoren die tegen veralgemeende en permanente maatregelen pleiten, is dat de meeste wisselverrichtingen gebeuren tussen grote munten. De fractie betreffende opkomende landen is veel kleiner en er zijn zeer weinig verrichtingen met munten van de armste landen. Behalve als het enige doel bestaat in belastingontvangsten, pleit dit voor veel specifiekere maatregelen.

Als men de puur financiële verrichtingen wil afremmen, kan dit via het vraag-en-aanbodmechanisme, door een voorbeeld te nemen aan een zeer soepel systeem dat zijn efficiëntie heeft aangetoond in België en de verdienste heeft te besparen op de deviezenreserves: de « dubbele wisselmarkt » (de centrale bank verdedigt enkel voor de handelsverrichtingen een vaste pariteit en laat voor de andere verrichtingen de wisselvoet vrij schommelen).

Een passend wisselbeleid is trouwens de eerste voorwaarde voor de stabiliteit van de markten. Onrealistische pariteiten of limietkoersen verdedigen zet dikwijls aan tot destabiliserende kapitaalbewegingen

déstabilisants (*cf.* l'expérience désastreuse du SME et des divers « serpents » européens).

Des politiques macro-économiques saines et équilibrées sont un autre facteur essentiel de stabilité (politiques budgétaires, fiscales, d'encouragement de l'épargne nationale, etc.).

Un contrôle prudentiel efficace du secteur bancaire est une autre priorité fondamentale. Les récentes crises asiatique et mexicaine ont eu notamment pour cause une perte de confiance dans les banques locales, qui avaient pris des risques excessifs de change, de liquidité et de transformation de durée. Une dérégulation équilibrée est d'ailleurs une préoccupation capitale: déréguler trop vite certains marchés ou certains secteurs alors que d'autres ne sont pas mûrs pour affronter la concurrence internationale peut être extrêmement dangereux.

Reste l'exigence fondamentale de transparence des marchés: une information rapide et adéquate, diffusée le plus largement possible, est un des moyens les plus efficaces de désarmer la spéculation et de lui enlever sa raison d'être.

(*cf.* de rampzalige ervaring van het EMS en de verschillende Europese « slangen »).

Een gezond en evenwichtig macro-economisch beleid is een andere essentiële factor van stabiliteit (begrotingsbeleid, fiscaal beleid, spaarvriendelijk beleid, enz.).

Een efficiënt prudentieel toezicht op de banksector is een andere fundamentele prioriteit. De recente Aziatische en Mexicaanse crises hebben onder meer een verlies van vertrouwen in de lokale banken, die overdreven grote wissel-, liquiditeits- en looptijdinzettingsrisico's hadden genomen, tot gevolg gehad. Een evenwichtige deregulering is trouwens een hoofdzaak: bepaalde markten of sectoren te snel dereguleren terwijl andere niet rijp zijn om de internationale concurrentie aan te gaan kan uiterst gevaarlijk zijn.

Blijft de fundamentele vereiste van de markttransparantie: snelle en afdoende informatie, zo ruim mogelijk verspreid, is een van de efficiëntste middelen om speculatie te ontwapenen en haar bestaansreden te ontnemen.

**II. AUDITION DU 7 JUIN 2000****1. Exposé de M. Paul Bernd Spahn, professeur de la  
«Goethe University», Frankfurt am Main**

L'impôt Tobin est associé à l'économiste James Tobin qui l'a proposé dans les années 70. L'idée de base était de prélever un impôt sur les transactions financières internationales qui augmente le coût des transactions et en réduit le volume. M. Tobin estimait que cela réduirait aussi la marge de manœuvre de la spéculation et stabiliserait donc les taux de change.

Il décrit une situation d'après Bretton Woods où, à vrai dire, il n'y avait qu'une seule monnaie internationale, le dollar. Il existait une spéculation, qui était typique pour l'époque, orientée vers les monnaies fortes, donc en particulier le Deutsche Mark. Aujourd'hui, les marchés financiers internationaux sont totalement différents de la situation d'il y a 30 ans. Ils sont très «liquides» et diversifiés. Il n'y a pas seulement le dollar, il y a aussi le Deutsche mark, le Yen et d'autres monnaies fortes; et à présent il y a l'euro, la seconde monnaie mondiale.

Les taux de change varient actuellement fortement sur les taux d'intérêt. À l'époque, les taux de change étaient plutôt l'expression d'un équilibre des flux; aujourd'hui, ils sont orientés vers les stocks, vers les avoirs financiers. Nous voyons donc le développement des transactions financières internationales sur le marché des changes à partir de 1989 et une réduction des transactions SPOT courantes. Actuellement, nous assistons à des transactions un peu plus raffinées, du type SWAP. Il s'agit d'un volume journalier extrêmement important de l'ordre de 1,5 milliard de dollars. Évidemment, c'est le dollar qui domine, le Deutsche Mark suit et le Yen est la 3<sup>e</sup> monnaie internationale.

Le premier marché monétaire international est le Royaume-Uni avec à peu près 30% des transactions. Suivent les États-Unis, le Japon, Singapour, Hong Kong, la Suisse et ensuite l'Allemagne. En dépit du fait que le Deutsche Mark est la deuxième monnaie internationale, Francfort n'a qu'un rang inférieur et se situe à la 7<sup>e</sup> place dans ces marchés. Il s'agit d'un marché globalisé, c'est-à-dire que ce qui compte c'est la technologie, et le savoir-faire et c'est à Londres, plutôt qu'à Francfort en ce moment, que ces transactions se font.

Quel sera l'avenir de ces marchés financiers? À son avis, nous allons voir une diversification des portefeuilles de devises, mais une concentration importante sur les trois monnaies fortes. Cela signifie donc une tendance vers un système tripolaire, avec un pôle en Europe, aux États-Unis et en Asie. Cela exige une sorte de coopération entre les monnaies fortes et il s'agit maintenant de trouver une formule pour les pays aux monnaies moins fortes, qui sont hors des zones monétaires dominantes. S'ils sont trop faibles pour stabiliser leur monnaie, ils doivent choisir une stratégie d'ancrage. Il existe plusieurs modèles d'ancrage et la question qui se pose est de savoir si l'impôt de Tobin est une stratégie pour ancrer une monnaie à l'euro, par exemple.

Le professeur Spahn voit un grand nombre de problèmes avec l'impôt de Tobin. D'abord, il ne peut pas faire la différence entre les transactions de liquidités normales et les transactions spéculatives. La grande majorité des transactions sous des conditions normales sont des transactions de liquidités. Une banque qui a un excès de liquidité en dollars prête ces dollars à une autre banque. Il y a conversion d'une monnaie en une autre, très souvent sous forme de SWAP, c'est-à-dire qu'on considère que le rachat de cette monnaie et cette transaction a pour effet de stabiliser les taux de change. Si l'impôt détruit certaines transactions, on aboutit à un volume moindre mais aussi à des chocs beaucoup plus fréquents.

L'impôt ne peut pas être confiné aux seules transactions SPOT. Nous avons des innovations, le SWAP. Quelle est la base imposable dans le cas d'un SWAP? On pourrait prendre ce que l'on appelle «la valeur nominale» de ce SWAP, mais on risque de

**II. HOORZITTING VAN 7 JUNI 2000****1. Uiteenzetting van de heer Paul Bernd Spahn, professor aan de Goethe Universiteit, Frankfurt am Main**

détruire ce type d'instrument et aussi de détruire le flux normal de liquidités et de perturber la stabilisation des taux. Mais le dilemme le plus grave, c'est que si nous prenons un taux faible, cela n'a évidemment pas d'effet. En cas de taux faible — Tobin parle de 1 % — et d'une dévaluation de 10 % ou même plus, ce taux occasionne un certain coût mais n'empêche pas les gens de faire une spéculation dans cette situation. Par contre, un taux élevé détruit évidemment les marchés normaux de liquidités. Dans ces cas-là, l'impôt de Tobin ne fonctionnera pas.

D'autres éléments, comme les problèmes politiques, peuvent entrer en ligne de compte. Si cet impôt était introduit dans certains pays de l'OCDE, des centres importants hors de l'OCDE obtiendrait un avantage. Cela pourrait aboutir à la globalisation, la possibilité de faire ces transactions par des réseaux d'ordinateurs et de télécommunications, et risquerait de détruire nos marchés ici en Europe, et aux États-Unis, et de favoriser, par exemple, Hongkong, Singapour et d'autres marchés plus petits, possédant la technologie et le savoir-faire. Il faut donc une approche coordonnée au niveau global. Au moins 10 pays doivent coopérer, mais cela n'empêche pas qu'il y ait d'autres zones franc qui sont hors de ce réseau. Il y a des possibilités de pénaliser des flux de capitaux vers ces zones.

Autre problème, le revenu de cet impôt. Le revenu pourrait être considérable, même pour des taux extrêmement bas. Des taux élevés risquent de réduire le marché à zéro et d'avoir un rendement nul. C'est un dilemme très connu dans la théorie de l'imposition. Avec un taux de 2 points de base, deux centièmes d'un pour cent, vous obtenez à peu près la moitié de la marge qui existe en ce moment pour les transactions euro-dollar, soit déjà un rendement considérable.

Tobin estime que la Banque mondiale, l'ONU, le FMI pourraient financer leurs opérations avec un impôt global de ce type. Apparemment, cela heurte la souveraineté financière et fiscale de chaque pays membre de la Communauté mondiale et il sera difficile de convaincre un pays comme Singapour de transférer un impôt très important à un organisme international, même si le rendement pour Singapour était supérieur à celui de Francfort. Le professeur Spahn a constaté également que les États-Unis n'accepteraient pas, du moins encore pendant un certain temps, que l'ONU introduise un impôt global qui touche les citoyens américains.

Une taxe Tobin se heurte à un grand nombre d'obstacles de type politique sur lesquels le professeur Spahn ne s'entend pas.

Comment pourrait-on stabiliser le taux de change par un impôt ? Le professeur Spahn a fait une proposition au Fonds monétaire international, dans le seul but de stabiliser ce taux, mais elle n'a pas été adoptée. Un autre objectif peut consister à générer un rendement important à des fins particulières, comme le développement économique, environnemental, etc. Cependant, M. Spahn ne s'est pas intéressé au rendement monétaire, il s'est intéressé à la stabilisation des taux de change.

Voici sa proposition. Il définit un cadre institutionnel tel qu'il existait avant l'introduction de l'euro, qui permet de distinguer les transactions normales des transactions gênantes ou anormales. Ce cadre existait pour le SME (système monétaire européen), il y avait un taux de référence. Il y avait une « bande » de tolérance autour de ce taux de référence et les banques centrales avaient l'obligation d'intervenir à des moments critiques pour stabiliser les taux. M. Spahn utilise ce cadre institutionnel pour définir ce qui est normal et ce qui est gênant. Ce taux de référence peut être fixé unilatéralement. Prenons l'exemple du Peso mexicain : le Mexique décide d'ancrer sa monnaie au dollar américain et pourrait fixer le taux de référence de demain en utilisant une moyenne pondérée sur quelques jours, disons 20 jours de travail, avec un « corridor » de plus ou moins 3 % par jour et envisager que tout ce qui excède les 3 % est considéré comme spéculatif. M. Spahn utilise donc un impôt sur l'excès du taux de change par rapport au corridor défini. Il permet donc les transactions normales sans impôt. Mais dans une situation de crise, un logiciel définirait automatiquement la base imposable puisque le taux est défini d'avance. Il gère seulement un revenu. Le contraire se faisait auparavant au FMI : on jetait les réserves de devises dans le marché pour stabiliser la devise. Vous connaissez le problème, puisque la Belgique connaissait une situation critique dans les années 90, avant l'introduction

de l'euro. Il s'agissait de sauvegarder les réserves internationales. Il paraît un peu absurde de sacrifier les réserves internationales dans une situation de crise, car cela réduit la confiance dans la monnaie et la possibilité de l'intervention de la Banque nationale. M. Spahn introduit un impôt sur les effets externes, ce qui est la différence entre le corridor et le taux du marché. Finalement, il pourrait — mais ce n'est pas nécessaire — utiliser un impôt Tobin à un taux limité minime de 2 points de base comme instrument de référence et source de financement. M. Spahn estime que si on est vraiment intéressé au financement d'institutions internationales ou à la création d'un revenu, on pourrait utiliser l'impôt Tobin mais à un taux qui ne perturbe pas les décisions des banques et des institutions financières.

\*  
\* \*

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

«Ce graphique est disponible sur support papier et sur le site WWW du Sénat (<http://www.senate.be>)»

«Deze grafiek is beschikbaar op papier en op de WWW-site van de Senaat (<http://www.senate.be>)»

**2. Exposé de M. Rodney Schmidt, chercheur de la «International Development Research Centre», Government of Canada (Vietnam office), Hanoi, Vietnam**

**2. UiteenzettingvandeheerRodneySchmidt,onderzoeker aan het «International Development Research Centre», Government of Canada (Vietnam office), Hanoi, Vietnam**

The proposed Tobin tax is a percentage of the quantity of domestic currency converted into foreign currency. It would be collected on all such conversions of domestic currency, and would be treated by participants in the foreign-exchange market as an added cost to each foreign-exchange transaction. The tax cost would be equivalent to the payment processing costs which, though very small, are currently paid on each foreign-exchange transaction.

In current discussions, the Tobin tax is put forward as a partial solution to the problems of managing international financial crises; moderating capricious exchange rate behavior; or raising revenue for international public projects. These are distinct objectives, and the ability of the Tobin tax to achieve them should be addressed in their separate contexts. However, the dominant issue of the day is whether the Tobin tax is practicable, and this issue encompasses all these objectives. On one hand, if the Tobin tax can be only partially implemented, or is easily evaded, it is unlikely to achieve any of its purposes and may well do more harm than good. Most evaluations of the Tobin tax are based on the argument or presumption that it is not practicable. On the other hand, if the Tobin tax can be shown to be practicable, it remains to show that it can achieve its objectives.

The argument that the Tobin tax is not practicable may be summarized as follows: The market for trading in foreign exchange is decentralized, unregulated, highly mobile, and innovative. If any particular country tries to impose the tax, trading of its currency will simply move offshore. Thus, a globally coordinated tax is required. It would be hard to achieve the necessary political consensus for that, especially as there are strong incentives for individual countries to opt out and offer a tax-free haven. Even if a global tax were successfully implemented, it would be hard to collect the tax on the many financial and foreign-exchange assets that can be used to mediate a foreign-exchange transaction. For any particular version of the tax, new financial instruments may be expected to be created to avoid it.

The market for trading foreign exchange is supported by a global infrastructure for making payments to settle such trades. In contrast to the preceding characterization of the trading market, the interbank or wholesale foreign-exchange payments infrastructure is highly organized, centralized, and regulated. It has become so through technological innovation and the combined efforts of central banks and major foreign-exchange trading institutions, so as to cope with the huge volume of foreign-exchange trading that occurs every day while safeguarding the integrity and stability of the international financial system.

We contend that the Tobin tax is practicable if it is assessed on wholesale foreign-exchange payments as they are processed to settle foreign-exchange trades. Specifically, a country can unilaterally collect the tax on conversions of its own currency into foreign currency, no matter where in the world the trade takes place, and no matter which financial instruments are used to mediate the trade. In this way, the Tobin tax can satisfy the requirements of efficiency, being applied uniformly and comprehensively in all markets and on all foreign-exchange assets. It would also be transparent and inexpensive to implement, since it exploits existing payments processing technology.

The international wholesale payments system consists of up to three components: a domestic large-value payment system for each currency; domestic or offshore netting systems; and, to the extent that financial assets are used to make payments, clearing-houses for securities exchanges. Note that each financial or foreign-exchange trade results in at least two counterpart payments made to settle the trade. For this reason, each of the three institutions of the wholesale payments system processes financial and foreign-exchange payments as follows: first, payment instructions from traders are treated individually as they arrive at the system [‘Real Time Gross Settlement’,

(RTGS)], and second, the two or more counterpart payment instructions are matched to each other and to the original traders before they are processed, simultaneously ('payment-versus-payment settlement'). All this occurs automatically and electronically. This payment process was implemented relatively recently to eliminate settlement risk, which refers to the possibility that one party to a trade makes an irrevocable payment to discharge its obligation under the trade, and then does not receive the obligatory payment from its counterpart in the trade.

Since counterpart payments are matched before being settled anywhere in the wholesale payments system, it is possible to both identify the originating trade, and to distinguish foreign-exchange from domestic-financial transactions (in the case of the former, the counterpart payments are denominated in different currencies). The payments institutions can then collect the Tobin tax on behalf of the central bank that issues the taxed currency as appropriate.

These payment processes are regulated and enforced by the central bank that issues the currency being paid, whether the processing institution is at home or offshore. The reason is that netting systems and clearinghouses located worldwide that deal in assets denominated in the domestic currency are closely integrated with the large-value payment system for that currency. That large-value payment system is located at home and operated or regulated by the central bank. This must be so, since the wholesale payment system for the domestic currency depends fundamentally on the services of the central bank, including its supervision, legal, credit and 'lender-of-last-resort' facilities, to function as such, and on the domestic currency liquidity available only in the domestic money market. For the same reasons, individual participants in offshore netting systems and clearinghouses are also members of the domestic large-value payment system, and are subject to central bank regulations. These enforcement mechanisms can also be used to unilaterally implement the Tobin tax worldwide.

Coordinating the Tobin tax across domestic large-value payments systems, netting systems, securities clearinghouses, and the individual participants in them so as to avoid leakage is straightforward, for two reasons.

First, in nearly all cases the technology and payments processing services for all three payments institutions is provided, either individually or together, by a single, dominant, third party, the Society for World-wide Interbank Financial Telecommunications (SWIFT). SWIFT also provides the standardized and integrated communications system and services between individual trading banks, and between them and the payments institutions. Thus, SWIFT is already functionally a virtual global centralized foreign-exchange payments system.

Second, in the near future a physical global wholesale foreign-exchange payments system, encompassing both large-value and netting systems, designed to process many currencies in a single system, and using SWIFT technology and services, will begin operations. It will be known as the 'Continuous Linked Settlement Bank'.

A Tobin tax applied to foreign-exchange payments would also be hard to avoid by creative use of foreign-exchange instruments. Nearly all such instruments, including exotic derivatives, require payments for settlement. In most cases, these are simple payments of the principal amounts traded, just as with ordinary foreign-exchange instruments. The exception is the foreign exchange option, which may never be executed. However, options are bought at a price which reflects their value, and the payment made to buy the option would be taxed. Further, the price of the option responds to the tax, in two ways. First, the price depends on the potential for executing the option, and the decision to execute depends on the tax. Second, the price depends on the cost of alternative, 'synthetic', ways to reach the same foreign-exchange position, by buying and selling the underlying assets denominated in domestic and foreign currencies.

The immediate effect of the enforceable Tobin tax on foreign-exchange payments would be to increase bid-ask spreads in the foreign exchange market. The spread results from both transactions costs, such as the Tobin tax, and from exchange rate, credit, and other risks taken on by dealers in foreign exchange. Thus, the size of the

increase in the spread depends on the net changes in costs and risks as a consequence of the tax. In ordinary times the increase in transactions costs would dominate. In extraordinary times, when foreign exchange, liquidity, and credit risks arising from a potential crisis become much more significant, the effect of the tax on those risks would also be reflected by the spread.

In fact, there are two foreign-exchange bid-ask spreads, one for the retail market and one for the wholesale market where the dealers are active. Most of the Tobin tax would be likely to appear in the retail spread, to the extent that short term speculation originates in the retail market. The reason is that a large share of dealer foreign-exchange trading in the wholesale market consists of activity to hedge risks taken on in the retail market. Dealers responding to retail speculation would pass on the tax paid on their own resulting hedging activity to the retail market. To the extent that dealers themselves initiate speculative trades, the Tobin tax would also appear in a rise in the wholesale spread.

\*  
\* \*

### 3. Exposé de M. A. Lamfalussy, professeur à l'Institut d'études européennes, UCL

### 3. Uiteenzetting van de heer A. Lamfalussy, professor aan het «Institut d'études européennes», UCL

Après avoir travaillé pendant 18 ans à la Banque des règlements internationaux (BRI) qui est très activement mêlée à la surveillance des marchés, les réflexions du professeur Lamfalussy se nourriront surtout de cette expérience.

M. Lamfalussy partage l'idée que l'instabilité des mouvements de capitaux constitue un véritable problème. Par instabilité des mouvements de capitaux, il faut entendre que ceux-ci réagissent très vite aux bonnes comme aux mauvaises nouvelles et en ordre général surréagissent. Ce phénomène de surréaction constitue le cœur du problème. Toutefois, M. Lamfalussy ne partage pas l'idée implicite d'une solution simple, qui serait la taxation universelle de ces mouvements de capitaux. Tobin, quand il a conçu son idée, ne voulait pas taxer les capitaux, mais bien les opérations de change, ce n'est pas tout à fait la même chose. Quand les banques ont prêté en excès aux pays d'Amérique latine en 1982-1983, ou à la Thaïlande sous forme de crédits interbancaires en 1994, 1995, 1996, elles l'ont prêté dans leur monnaie, en dollars, pour ne pas procéder à des opérations de change. C'est très important de faire cette distinction initiale.

Un deuxième rappel historique est que, quand Tobin a élaboré cette idée d'une taxation des opérations de change, il a pensé à l'origine au problème de l'instabilité des cours de change entre les principales monnaies. Dans les années septante, et surtout dans les années quatre-vingt, nous avons connu des mouvements extrêmement profonds et très amples de cours de change entre le dollar, le DM et le yen. Ceci était aussi le cas à l'intérieur de l'Europe entre les monnaies européennes. On peut avoir des mouvements de capitaux qui n'impliquent pas, en première étape, une opération de change. L'orateur rappelle que, par exemple, entre 1980 et 1985, le cours du dollar a doublé par rapport au DM et que trois années après, en 1985 et 1988, c'était le mouvement inverse. Ces mouvements de 50 à 100 % sont considérables par rapport à ce que nous avons vécu ces derniers temps. Tobin voulait s'attaquer à ce problème-là en constatant qu'il y a un phénomène de trading très important dans ces marchés de change et que, comme ces traders travaillent heure par heure, jour par jour, une taxe, même faible, pourrait les inciter à opérer moins fréquemment dans le marché.

La préoccupation de Tobin était de protéger, d'une manière ou d'une autre, les pays en voie de développement contre l'instabilité des mouvements de capitaux. C'est un problème qui commençait à exister à la fin des années septante et qui a dominé les années quatre-vingt et surtout les années nonante. Suite à son expérience à la BRI, M. Lamfalussy a tenu une conférence à Yale, en présence de M. Tobin, dont le texte va être publié en anglais dans quelques semaines par la *Yale University Press*. Dans

cette conférence, les quatre grands épisodes d'instabilité des mouvements de capitaux, connus au cours des vingt dernières années, ont été repris en rapport avec les problèmes des pays en voie de développement.

Ces épisodes sont: en 1982-1983, la première crise mexicaine et toute la crise de l'Amérique latine qui a débordé sur le reste du monde; en 1994-1995, à nouveau le cas du Mexique, ensuite la crise de l'Asie de l'Est qui n'est pas encore tout à fait terminée et, enfin, en 1998-1999, la crise russe.

Entre ces quatre phénomènes de crise, M. Lamfalussy n'a pu décerner fondamentalement que trois similitudes, dont une a été absolument déterminante. Dans chacun de ces cas, il s'agissait d'un surendettement qui s'est avéré excessif, intenable ou insoutenable. La manière dont ce surendettement s'est opéré variait considérablement de crise à crise. Dans certains cas, les emprunteurs étaient les pouvoirs publics, les États ou les banques centrales des pays émergents, dans d'autres cas, c'était le secteur privé, banques ou entreprises. Du côté des prêteurs, il y avait aussi une très grande variété. Les banques sont intervenues dans certains cas d'une manière assez déterminante, c'était certainement le cas en 1982-1983. Elles ont joué un rôle très important surtout en Asie et en Russie, mais il y avait surtout, à partir des années nonante, les autres intervenants dans le marché: fonds de placement, fonds de pensions, investisseurs institutionnels. Bref, un phénomène de marché qui dépassait de très loin le rôle des banques.

Dans les quatre cas, deux autres facteurs ont joué un rôle important. Premièrement, dans chaque cas, les pays en question opéraient avec un système de taux de change fixe, mais ajustable. Ils n'étaient ni complètement dollarisés, ni régis par une forme de change flottant. Deuxièmement, à des moments différents de leur crise, les nationaux de ces pays exportaient massivement des capitaux. Le phénomène de crise ne pouvait pas se comprendre simplement comme le retrait de capitaux entrés excessivement dans les pays en question, mais il y avait simultanément des sorties de capitaux. Le cas le plus frappant est celui de la Russie, où pendant l'année 1997, les étrangers du secteur privé ont exporté vers la Russie des capitaux de l'ordre de 67 milliards en une seule année et où, pendant cette même période, les nationaux russes, les résidents russes ont exporté à peu près le même montant en dollars.

Comment saisir ce phénomène et comment peut-on y porter remède?

Qui parle de surendettement, parle en même temps de surprêtage — un emprunteur qui fait des excès doit se trouver en face d'un prêteur qui fait aussi des excès — ceci par définition et vice-versa. L'aspect éthique est évident mais il y a aussi un aspect opérationnel et on doit essayer de saisir le phénomène des deux côtés. Comment empêcher le développement extraordinaire et extrêmement rapide de ces bulles d'endettement? Ces bulles étaient d'ailleurs dans divers cas (pas en 1982-1983, parce que la bourse américo-latine existait à peine) accompagnées par une bulle spéculative en titres. Dans ces pays (le Mexique, l'Asie, la Russie), il y avait donc à la fois endettement et surchauffe boursière.

Pour empêcher ce genre d'excès d'endettement, l'idée d'une taxation à la Tobin est totalement inopérante.

La raison est extrêmement simple: les possibilités de gain sont tellement importantes qu'une taxation relativement faible est totalement inopérante. M. Lamfalussy cite un seul cas qui se réfère à l'exemple russe de 1997: une partie importante des entrées de fonds occidentaux prenait le chemin de l'achat du certificat de trésor russe en roubles. À ce moment-là, le taux d'intérêt en roubles fluctuait entre 20 et 40% avec un taux d'inflation relativement maîtrisé. Comme le cours du rouble était relativement stable, il y avait moyen de se protéger en faisant des opérations avec des banques russes, notamment des opérations de couverture qui donnaient un rendement extraordinaire, c'est ce qui a attiré les occidentaux. Face à un gain annuel de l'ordre de 30 à 35% par rapport à un gain dans la monnaie locale, tout en étant protégé ou se croyant protégé en termes de risque de change, ce n'est pas une taxe portant sur quelques centimes qui empêchera de faire ce genre d'opérations.

Que peut-on néanmoins faire ? M. Lamfalussy reconnaît qu'il y a un problème et qu'il est dans l'intérêt des pays émergents et du monde occidental d'empêcher le développement excessif de ces bulles d'endettement et/ou d'autres bulles financières insoutenables. Toutefois, il souligne qu'il n'y a pas de solution miracle mais qu'il existe des pistes de solution qu'on peut appliquer simultanément.

Une voie touche clairement le comportement des débiteurs ou des débiteurs potentiels. Afin de faire de telle sorte que ces entités ne s'endettent pas excessivement, essentiellement les pays émergents eux-mêmes doivent prendre des mesures. M. Lamfalussy cite le cas de la Thaïlande : à partir de 1994, les entrées de capitaux ont été énormes et le rapport de la BRI signalait ce phénomène. Pendant la seule année de 1995, les dépôts interbancaires en dollars des banques occidentales auprès des banques thaïlandaises étaient de l'ordre de 30 milliards de dollars. Il s'agissait de nouveaux dépôts, pas de stock, mais de flux de capitaux. À ce moment, le PNB de la Thaïlande n'était que de l'ordre de 120 milliards de dollars. On peut se rendre compte du choc pour un pays de recevoir des fonds en devises étrangères de cette ampleur. Le résultat a été que les banques thaïlandaises ont transformé ces dollars en monnaie locale et ont prêté en monnaie locale à des entreprises thaïlandaises, à l'intérieur de leur pays, notamment pour la construction immobilière. Donc, ces banques ont fait la transformation, puis pris des risques et elles ne se sont pas protégées ou partiellement, parce qu'elles croyaient que la stabilité du cours de change dollars-baht était garantie.

Pour empêcher un tel scénario, le moyen le plus simple est d'imposer des règles prudentielles aux banques thaïlandaises pour qu'elles ne puissent pas faire la transformation de dollars en monnaie locale, ni de prendre, avec de ressources à très court terme, des créances sur des investissements immobiliers qui sont des investissements à très longue durée.

Une deuxième méthode qui peut être appliquée par des pays qui reçoivent ces fonds, est la méthode chilienne. Elle a été abandonnée, mais à l'époque, elle fonctionnait relativement bien. Cette méthode impliquait un véritable contrôle des entrées de capitaux, censés être relativement à court terme. Des banques étrangères qui prêtaient à des Chiliens ne pouvaient reprendre ces fonds que moyennant une décote, c'est-à-dire une taxation qui ne s'opérait qu'au cas où ils retiraient les fonds. Cette méthode aurait empêché le phénomène du type thaïlandais, notamment parce qu'elle aurait empêché les banques étrangères de faire des dépôts à court terme auprès des banques thaïlandaises.

Aucune de ces méthodes prudentielles qui imposent des règles de comportement aux intermédiaires financiers des pays qui reçoivent des fonds, ni des méthodes qui constituent une forme de taxation des emprunts de l'étranger, ne constituent des solutions simples garantissant le succès. La raison principale de ceci tient au fait qu'à partir du moment où le pays émergent en question est intégré dans le marché mondial au point de vue des transactions courantes, ou que, dans ces pays fonctionnent aussi des entreprises étrangères, le mouvement des capitaux à court terme devient extrêmement difficile à saisir. Enormément de capitaux peuvent passer par les opérations courantes. Plus ces pays s'intègrent dans l'économie mondiale, moins il sera possible d'exercer ce genre de contrôle. M. Lamfalussy souligne qu'il ne s'agit pas de contrôles du type prudentiel, mais bien du type de contrôle des changes. Il faut opérer à l'entrée des fonds, car le cœur du problème se situe à l'entrée et non à la sortie des fonds. La sortie pose problème pour les résidents nationaux.

L'autre côté de la médaille est de savoir dans quelle mesure on peut décourager les banques, les entreprises financières, les fonds de placements étrangers d'entrer dans un processus de surprêtage. Ici, la voie prudentielle pourrait être intéressante.

Sur la question de l'information, M. Lamfalussy signale qu'on a fait grand cas de la nécessité d'améliorer l'information sur les pays émergents. Ces informations n'ont pas été parfaites, mais sur les quatre cas pris individuellement, l'essentiel de l'information sur les risques était présent. Celui qui achetait des certificats du trésor russe en 1997 savait ou devait savoir qu'il y avait un problème en Russie. Il suffisait de lire les journaux. Ceux qui continuaient à prêter aux banques thaïlandaises pouvaient consulter les rapports trimestriels de la BRI, qui donnaient des informations détaillées

sur l'ampleur des prêts aux banques thaïlandaises. Ils ne savaient pas que les banques thaïlandaises transformaient ces emprunts à court terme en immeubles, mais il suffisait de se promener dans Bangkok, de lire les statistiques de la BRI et de faire l'addition des deux. L'information ne manquait pas et ceci était vrai pour la crise de 1982-1983.

Les agents économiques ou financiers occidentaux n'ont pas fait un usage approprié de l'information disponible. On peut se demander dans quelle mesure les instances de surveillance et les institutions ne devraient pas introduire dans leur propre monitoring, l'activité de ces institutions. La question est de savoir dans quelle mesure les organes de décision qui prennent les risques, utilisent effectivement les informations disponibles. Ce n'est pas le rôle de l'organe de surveillance de leur dire s'ils doivent prendre des risques ou pas. On peut leur imposer l'obligation de connaître ces informations, mais ensuite, ils en font ce qu'ils veulent.

Pour conclure, M. Lamfalussy explique que les grandes fluctuations de cours de change entre le dollar, le yen, le DM (ou actuellement l'euro) ont incité M. Tobin à faire ses propositions.

Serait-il souhaitable d'introduire une taxe de type Tobin pour ces opérations de change? Une telle mesure servirait-elle à quelque chose? La réponse n'est pas aussi négative que dans le cas précédent, mais elle est très dubitative. Ce genre de taxe, dans la mesure où elle est réalisable, toucherait essentiellement le trading. Le trading peut être vu comme un facteur de déstabilisation, mais c'est aussi un facteur qui crée la liquidité dans le marché. En introduisant une taxe qui rend le marché beaucoup moins liquide, les opérations finales qui ont pour but d'acheter ou de vendre pour des raisons parfaitement justifiables, auront un effet beaucoup plus direct et beaucoup plus profond sur les cours de change que s'il n'y avait pas de trading. Le trading crée la liquidité dans le marché.

À propos de la faisabilité, la réponse de M. Lamfalussy est assez directe: cela n'est pas faisable. Premièrement, du point de vue politique, parce que jamais on ne va pouvoir embarquer tous les pays qui devraient intervenir dans la création de ce genre de taxe universelle. Deuxièmement, à supposer que l'on les embarque, on ne va jamais pouvoir faire le partage de la taxe. Il ne s'agit pas d'opérations avec une contrepartie. À la rigueur, on pourrait dire que c'est le pays de l'acheteur ou le pays du vendeur qui perçoit la taxe? Ces opérations de change impliquent à l'occasion une quarantaine de participants. Jamais il n'y aurait moyen de trouver un partage même approximativement raisonnable du produit de cette taxe. De plus, avec le marché des dérivés, les opérations deviennent insaisissables. M. Lamfalussy invite ceux qui pensent que c'est faisable, d'aller dans la salle de marché d'une banque et regarder comment les opérations de change s'insèrent dans une succession d'opérations de dérivés. Ils se rendront compte que la proposition n'a pas de valeur.

Bref, M. Lamfalussy serait très étonné si aujourd'hui M. Tobin affirmait encore avec conviction que sa proposition est faisable.

\*  
\* \*

#### **4. Exposé de M. Willy Kiekens, conseiller juridique de la Banque nationale de Belgique, administrateur du Fonds monétaire international**

L'opportunité de l'imposition d'une taxe sur les opérations de change, dite «taxe-Tobin».

##### **I. Introduction**

C'est avec plaisir et honneur que je comparais devant vous pour contribuer à votre réflexion sur

#### **4. Uiteenzetting door de heer Willy Kiekens, juridisch adviseur bij de Nationale Bank van België, executive director van het Internationaal Monetair Fonds**

De opportuniteit van een belasting op de valuta-transacties, de zogeheten «Tobin-taks».

##### **I. Inleiding**

Het is voor mij een grote eer en een waar genoegen een bijdrage te mogen leveren aan deze gedachtenwis-

l'opportunité de l'imposition d'une taxe sur les opérations de change.

Bien que je sois invité à contribuer à vos travaux dans ma capacité d'administrateur du Fonds monétaire international, je tiens à souligner que je parle en nom propre et pas au nom du conseil d'administration. Mon exposé comportera une synthèse des analyses et politiques du fonds que je m'efforcerai de présenter objectivement. A l'égard d'une taxe sur les opérations de change le conseil d'administration ne s'est pas encore prononcé. Toutefois les services du fonds ont formulé en 1994 une série d'observations et remarques en réponse à des questions soulevées par des administrateurs, et le passage du professeur Spahn dans les services du fonds en tant que consultant de 1993 à 1995 a donné lieu à un débat contradictoire avec des économistes de fonds, dont l'essence a été publiée dans la revue *Finance et Développement* en 1996. Je présenterai une synthèse de la position du staff telle que formulée en 1994 et 1996.

Le professeur James Tobin proposa une telle taxe pour la première fois il y a bientôt 30 ans en vue de diminuer la volatilité des cours de change et renforcer ainsi la stabilité du système monétaire international. Cette proposition, formulée juste après l'effondrement du système de taux de change fixes mis en place au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, passa d'abord quasi inaperçue. Les nombreuses crises financières et de change qui ont ébranlé le système monétaire international au cours des années 90 — la crise du système monétaire européen en 1992-1993, la crise mexicaine en 1994-1995, la crise Asiatique en 1997-1998, la crise Russe en 1998, la crise du fonds spéculatif *Long Term Capital Management* (LTCM) en 1998 et la crise Brésilienne en 1998-1999 — ont suscité un intérêt nouveau pour cette taxe dans les milieux académiques et politiques ainsi que dans la société civile.

Dans les minutes qui vont suivre, je vous propose de d'abord de passer en revue les faiblesses du système monétaire international que ces crises ont mis en lumière, ensuite d'exposer les réformes en cours pour pallier à ces faiblesses, et enfin, dans ce contexte, d'examiner la contribution potentielle d'une taxe Tobin au renforcement de la stabilité du système monétaire international.

seling over de vraag of het al dan niet opportuun is een belasting te heffen op de valutatransacties.

Ik wil vooreerst onderstrepen dat, niettegenstaande ik werd uitgenodigd om bij te dragen aan deze bespreking in mijn hoedanigheid van beheerder bij het Internationaal Monetair Fonds, ik hier vandaag spreek in eigen naam en niet in naam van de raad van bestuur van het IMF. Ik zal mijn uiterste best doen in deze uiteenzetting een samenvatting van de analyse en politiek van het IMF objectief weer te geven. Aangaande het heffen van een belasting op valutatransacties heeft de raad van bestuur van het IMF zich nog niet uitgesproken. Daarentegen hebben verschillende departementen in het fonds in de loop van 1994 een reeks waarnemingen en opmerkingen geformuleerd in antwoord op vragen van verschillende beheerders. Ook toen professor Spahn van 1993 tot 1995 als consultant door het IMF werd aangeworven heeft zich een debat ontsponnen, waarvan de hoofdpunten werden gepubliceerd in het tijdschrift «*Finance and Development*» in 1996. Ik zal de standpunten van de staff van het IMF zoals ze waren in 1994 en 1996, verder toelichten.

Nu bijna 30 jaar geleden opperde professor James Tobin voor het eerst het voorstel een dergelijke belasting te heffen teneinde de wisselkoersen minder volatiel te maken en zodoende de stabiliteit van het internationaal monetair stelsel te verstevigen. Aanvankelijk besteedde men aan dit voorstel, dat werd geformuleerd net na de ineenstorting van het systeem van vaste wisselkoersen dat vlak na de Tweede Wereldoorlog was ingesteld, nagenoeg geen aandacht. De talrijke financiële en valutaire crisissen die tijdens de jaren negentig het internationale monetaire stelsel aan het wankelen brachten — de crisis van het Europees monetair stelsel in 1992-1993, de Mexico-crisis van 1994-1995, de Azië-crisis van 1997-1998, de Rusland-crisis in 1998, de crisis van het speculatieve fonds *Long Term Capital Management* (LTCM) in 1998 en de Brazilië-crisis van 1998-1999 — hebben deze belasting in de academische en politieke kringen alsook bij de burgerbevolking opnieuw onder de aandacht gebracht.

Ik stel voor om zo dadelijk, samen met u, de zwakke punten van het internationale monetaire stelsel te overlopen, zwakke punten die door deze respectieve crisissen duidelijk aan het licht zijn gebracht. Vervolgens zullen wij de hervormingen toelichten die momenteel worden uitgevoerd om die zwaktes te verhelpen en tot slot zal tegen die achtergrond worden nagegaan in welke mate een Tobin-taks eventueel zou kunnen bijdragen aan de versteviging van de stabiliteit van het internationale monetaire stelsel.

## II. Les faiblesses du système monétaire international mises en lumière par les crises des années 90

Les crises des années 90 ont mis en lumière une série de faiblesses du système monétaire international qui sont largement des causes de l'instabilité. J'en discuterai brièvement sept.

### 1. Un manque de transparence des situations économiques et financières

Les crises récentes ont relevé combien l'information disponible sur la situation et les politiques économiques d'un pays était tardive et parcelaire, même pour le FMI qui a pourtant accès à des informations confidentielles. Personne n'a vu venir la crise mexicaine à temps en raison du délai de publications de statistiques essentielles comme les réserves de change et les comptes extérieurs. Ce n'est que lorsque la Thaïlande et la Corée se sont résolues à demander un prêt au FMI que les services du fonds se sont rendus compte que les réserves de change effectivement disponibles de ces pays avaient été pratiquement réduites à néant par des opérations sur les marchés à terme (dans le cas de la Thaïlande) ou par des crédits en devises octroyées par la Banque centrale à des banques commerciales en Corée.

Le manque de transparence dont font preuve les fonds d'investissements hautement spéculatifs — les «hedge funds» — peut également mettre à mal la stabilité du système monétaire international. En septembre 1998, les pertes de la société d'investissement LTCM, qui avait pris des positions d'un montant considérable sur le marché des obligations des pays industrialisés en empruntant aux plus grandes banques internationales, a conduit les autorités monétaires américaines à organiser une reprise de LTCM par ces créanciers en vue d'éviter un krach obligataire. À cette occasion, les autorités monétaires ont découvert que les banques ne comprenaient pas l'ampleur du risque de leur crédit à des sociétés comme LTCM, notamment en raison de l'absence d'exigence de publication dont ces fonds d'investissement hautement spéculatifs font l'objet.

### 2. Des politiques de change trop rigides

La rigidité de régimes de taux de changes fixes a joué un rôle dans pratiquement toutes les crises financières des années 90. Le mécanisme de taux de change fixes mais ajustables du SME n'a pas résisté au choc asymétrique constitué par la réunification allemande. Les pays dont le cycle conjoncturel était le plus décalé par rapport à l'Allemagne n'ont pas pu maintenir pendant longtemps leurs taux d'intérêts domestiques au niveau élevé justifié pour faire face à la surchauffe

## II. De zwakke punten van het internationale monetaire stelsel zoals die aan het licht zijn gebracht door de crisissen van de jaren 90

De financiële crisissen van de jaren 90 hebben een aantal zwakke punten aan het licht gebracht die vaak de oorzaak zijn van instabiliteit. Ik licht er een zevental toe.

### 1. Een gebrek aan transparantie van economische en financiële situaties

De recente crisissen hebben aangetoond dat de informatie over de economische situatie en het economische beleid van een land te laat en slechts fragmentarisch beschikbaar wordt, zelfs voor het IMF dat nochtans toegang heeft tot vertrouwelijke informatie. Niemand heeft de Mexico-crisis tijdig zien aankomen vanwege de te late publicatie van essentiële statistieken zoals de deviezenreserves en de buitenlandse rekeningen. Pas toen Thailand en Korea besloten een lening aan te vragen bij het IMF gaf de directie van het fonds er zich rekenschap van dat de effectief beschikbare goud- en deviezenreserves van die landen vrijwel tot nul waren teruggebracht door operaties op de termijnmarkt of door kredieten en waarborgen verleend door de Centrale Bank aan commerciële banken in Korea.

Ook het feit dat de sterk speculatieve beleggingsfondsen te weinig transparant zijn — de «hedge funds» — kan de stabiliteit van het internationale monetaire stelsel op het spel zetten. In september 1998 hebben de verliezen van het beleggingsfonds LTCM, dat op de obligatiemarkt van de industrielanden voor een omvangrijk bedrag posities had ingenomen door bij de belangrijkste internationale banken te gaan lenen, de Amerikaanse monetaire overheid ertoe aangezet die schuldeisers LTCM te laten overnemen teneinde op de obligatiemarkt een krach te vermijden. Bij die gelegenheid kwam de monetaire overheid tot de vaststelling dat de banken niet beseften welk risico hun kredietverlening aan vennootschappen zoals LTCM inhield, onder meer omdat zij geen rapporteringsverplichtingen hadden.

### 2. Een te stroef valutabeleid

De stroefheid van de stelsels van vaste wisselkoersen heeft in vrijwel alle financiële crisissen van de jaren 90 een rol gespeeld. Het EMS-mechanisme van vaste, doch aanpasbare wisselkoersen was niet opgewassen tegen de asymmetrische schok die werd veroorzaakt door de Duitse hereniging. De landen waarvan de conjunctuurcyclus het sterkst afweek van die van Duitsland bleken niet in staat gedurende lange tijd hun binnenlandse rentetarieven op het niveau te

de l'économie allemande mais anachronique par rapport à leur situation économique interne.

Que ce soit en Amérique latine, en Asie ou en Russie, les autorités n'ont pas su décrocher à temps leur monnaie du dollar américain. L'ancrage au dollar a été un élément essentiel de la réduction de l'inflation au Mexique, au Brésil et en Russie. Mais cette politique a eu pour corollaire un renchérissement excessif des exportations que les autorités rechignèrent à corriger par une dévaluation de leur monnaie, par crainte de relancer l'inflation enfin maîtrisée. L'ancrage au dollar a également été un des piliers de la politique économique en Thaïlande, en Corée et en Indonésie en vue de stabiliser l'environnement économique.

### 3. *Un endettement extérieur à court terme excessif*

L'ancrage des monnaies des pays asiatiques au dollar a cependant conduit les agents économiques de ces pays à s'endetter à outrance en devises sans aucune couverture contre le risque de change, jugé faible en raison du rôle central joué par la stabilité du cours de change par rapport au dollar dans la stratégie économique des autorités. En Russie, la stabilité du cours de change a également induit les investisseurs étrangers à acquérir des créances à court terme en monnaies locales dont la rémunération était très élevée. Le risque de change de ces investissements était formellement couvert auprès des banques russes, mais celles-ci se sont avérées incapables d'honorer leurs engagements en pratique lorsque la crise éclata.

Les exigences de capital propre relativement faibles à l'égard des prêts interbancaires à court terme recommandés par l'Accord de Bâle aux banques internationales pourraient également avoir stimulé une croissance rapide de l'endettement interbancaire à court terme de certains pays comme la Corée avant la crise.

### 4. *Une libération désordonnée des mouvements de capitaux internationaux*

Dans ces pays, ce sont souvent des intérêts particuliers plutôt que des considérations prudentielles qui ont guidé le processus de libération des mouvements de capitaux, conduisant à une forte augmentation de la vulnérabilité, à une perte de confiance des créanciers et, par conséquent, un retournement des mouvements de capitaux. Ainsi l'incapacité des autorités russes à lever des impôts en quantité suffisante pour financer les services publics les plus élémentaires comme la sécurité du territoire, l'enseignement, la

handhaven dat gerechtvaardigd was om het hoofd te kunnen bieden aan de oververhiting van de Duitse economie maar terzelfder tijd achterhaald was in het licht van hun interne economische situatie.

Noch in Latijns-Amerika, noch in Azië, noch in Rusland zijn de autoriteiten in staat gebleken hun valuta tijdig los te koppelen van de Amerikaanse dollar. De verankering aan de dollar heeft een essentiële rol gespeeld bij het terugdringen van de inflatie in Mexico, Brazilië en Rusland. Als gevolg van dat beleid werd de uitvoer echter buitensporig duurder, iets wat de autoriteiten niet graag via een devaluatie van hun valuta wilden corrigeren uit vrees voor een opflakking van de uiteindelijk onder controle gekregen inflatie. De verankering aan de dollar is ook in Thailand, Korea en Indonesië een van de pijlers van het economische beleid gebleken ter stabilisering van de economische omgeving.

### 3. *Een op de korte termijn buitensporige buitenlandse schuld*

Als gevolg van de vastkoppeling van de Aziatische valuta's aan de dollar werden de economische subjecten in die landen er evenwel toe gebracht bovenmatig deviezenschulden aan te gaan zonder ook maar enigszins te zijn ingedekt tegen het wisselkoersrisico, dat als gering werd beschouwd vanwege de centrale rol die de stabiliteit van de wisselkoers ten opzichte van de dollar in de economische overheidsstrategie speelde. In Rusland heeft de stabiliteit van de wisselkoers ook buitenlandse investeerders aangespoord om korte-termijn-vorderingen in lokale munt te kopen, wegens de hoge intrestvergoeding. Het wisselkoersrisico van deze investeringen werd formeel bij Russische banken gedekt, maar deze banken hebben in de praktijk hun verplichtingen niet kunnen nakomen op het ogenblik dat de crisis uitbrak.

De krachtens het Akkoord van Bazel aan de internationale banken aanbevolen relatief geringe kapitalisatievereisten ten opzichte van de kortlopende interbankleningen zouden tevens de kortlopende interbancaire schuld van sommige landen zoals Korea vóór de crisis snel hebben kunnen doen stijgen.

### 4. *Een slecht gefaseerde liberalisering van het internationale kapitaalverkeer*

In deze landen werd het liberaliseringsproces van het kapitaalverkeer vaak geleid door particuliere belangen, veeleer dan door prudentiële overwegingen, waardoor deze economieën veel kwetsbaarder zijn geworden voor een verlies aan vertrouwen van de schuldeisers, en bijgevolg, voor een ommekeer in het kapitaalverkeer. Zo werd het onvermogen van de Russische autoriteiten om voldoende belastingen te heffen ter financiering van de meest elementaire overheidsdiensten zoals de veiligheid van het grondge-

santé, les pensions ... a-t-elle été temporairement comblée par une émission massive de bons du trésor en rouble — les GKO — ouverte aux non-résidents. En Corée, les autorités ont d'abord libéralisé l'endettement à court terme des banques avant l'investissement direct étranger, pourtant beaucoup moins risqué. Les raisons en étaient la difficulté des holdings industriels surendettés et peu transparents d'accéder directement au marché international des capitaux, et une politique de préserver le contrôle national des conglomérats industriels, les «chaebols».

##### *5. Des systèmes bancaires et financiers mal gérés et mal surveillés*

L'endettement excessif contracté à l'étranger a conduit à une croissance du crédit trop rapide par rapport à la capacité de transformation domestique de cette épargne étrangère en projets rentables. Les afflux de capitaux dont la Thaïlande a bénéficié au cours des années 90 ont clairement contribué à la constitution d'une bulle spéculative dans l'immobilier. La faible qualité de la gouvernance des banques, par exemple le manque d'indépendance des dirigeants des banques par rapport aux mondes industriels et politiques, ainsi que le manque de ressources et d'indépendance des autorités prudentielles par rapport au pouvoir politique, n'ont pas permis de déceler la détérioration de la qualité de l'actif du secteur bancaire à temps.

##### *6. Insuffisance des moyens financiers à la disposition du FMI pour résoudre les crises financières*

La résolution des crises financières au Mexique et en Asie a nécessité la mise au point rapide de paquets financiers d'une ampleur sans précédent par la communauté internationale, illustrant la nécessité d'augmenter les moyens financiers à la disposition du FMI.

##### *7. Absence de mécanisme de résolution ordonnée de crises financières associant le secteur privé*

Ces paquets financiers ont permis d'éviter que la plupart des pays en crise cessent de servir leur dette et, par là, une crise systémique très grave. En revanche, ces interventions ont également affaibli la sanction associée à la matérialisation d'une crise financière pour les pays emprunteurs et pour leurs créanciers privés, aggravant par là le risque que ce genre de crises se répète. Il est généralement accepté que ce risque

bied, het onderwijs, de gezondheidszorg, de pensioenen ... tijdelijk opgevangen door een voor niet-ingezetenen bestemde massale uitgifte van in roebel luidende schatkistbons — de GKO's. In Korea heeft de overheid eerst de korte-termijnschuld van de banken geliberaliseerd, vóór de — nochtans veel minder risicovolle — buitenlandse directe investeringen. Reden daarvoor was het probleem van de onder zware schulden gebukt gaande en weinig transparante industriële holdings om zich rechtstreeks toegang te verschaffen tot de internationale kapitaalmarkt, en de politiek om nationale controle te bewaren over de industriële conglomeraten, de zogenaamde «chaebols».

##### *5. Een slecht beheer van de controle op financiële systemen*

Als gevolg van de buitensporige schuld ten opzichte van het buitenland is het krediet te snel gegroeid in verhouding tot het interne vermogen om die buitenlandse spaargelden om te zetten in renderende projecten. De kapitaaltoevoer die Thailand tijdens de jaren 90 genoot, heeft duidelijk bijgedragen tot het ontstaan van een speculatieve luchtbel in de vastgoedsector. Door de slechte kwaliteit van het bankbeheer, bijvoorbeeld het gebrek aan autonomie van de bankleiding ten opzichte van de industriële en politieke wereld, alsook het tekort aan middelen en het gebrek aan zelfstandigheid van de toezichhoudende autoriteiten ten opzichte van de politieke macht kon niet op tijd worden aangetoond dat de activa van de banksector er kwalitatief op achteruitgingen.

##### *6. Ontoereikende financiële middelen ter beschikking van het IMF om financiële crisissen op te lossen*

Om de financiële crisissen in Mexico en Azië op te lossen, diende de internationale gemeenschap zeer snel met nooit eerder geziene financiële steunpakketten over de brug te komen. Daaruit bleek dat de financiële middelen ter beschikking van het IMF moesten worden opgevoerd.

##### *7. Gebrek aan mechanisme om op afdoende wijze de financiële crisissen op te lossen waarbij de particuliere sector betrokken zijn*

Dankzij die financiële steunpakketten konden de meeste in crisis verkerende landen hun schuld blijven aflossen, waardoor een zeer ernstige systeemcrisis werd vermeden. Die financiële steunverlening verminderde echter ook de sanctie die voor de debiteurlanden en voor de particuliere schuldeisers aan een financiële crisis verbonden is, waardoor het risico dat dit soort van crisissen zich ging herhalen, opnieuw

d'«aléa moral» inhérent à tout mécanisme d'assurance est suffisamment mitigé dans le chef des pays débiteurs par les stigmates et la conditionalité attachés aux prêts du FMI. Par contre, les pays européens estiment qu'une politique plus volontariste d'implication des créanciers privés à la résolution de crises futures reste nécessaire pour mitiger le risque d'aléa moral subsistant dans leur chef.

La stabilité du système monétaire international souffre également de l'absence d'une procédure de faillite des États souverains au niveau international, assurant un traitement équitable de tous les créanciers. L'absence d'une telle procédure conduisit à la panique dans les marchés financiers lorsque la Russie décida unilatéralement de suspendre le service de sa dette extérieure: les investisseurs se retirèrent en masse des pays émergents pour se réfugier dans les valeurs sûres des pays industrialisés les plus solides.

### **III. Réformes en cours pour renforcer la stabilité du système monétaire et financier international**

La communauté internationale a tiré les leçons de ces crises et a lancé de nombreuses réformes qui sont occupées à changer le rôle du FMI en profondeur.

#### *1. Plus de transparence des situations et des politiques économiques*

Tout de suite après la crise mexicaine, le FMI a entrepris d'améliorer la qualité et la fréquence des statistiques publiées par les pays sur leur situation économique et financière en mettant au point deux normes de diffusion des données. La première — la norme SDDS — s'adresse aux pays faisant appel au marché international des capitaux. Son contenu en matière de réserve de change et de dette extérieure a été rendu plus exigeant à la suite de la crise asiatique. Quarante-sept pays, dont 29 sont des pays émergents, ont souscrit à cette norme dont l'adhésion est volontaire mais fortement encouragée. La deuxième — la norme GDDS — s'adresse aux pays qui n'ont pas accès au marché international des capitaux. Elle vient d'être lancée.

Afin d'améliorer la qualité de l'information à la disposition des marchés, le FMI a également entrepris d'encourager la diffusion de ces avis. À l'issue de la surveillance annuelle de ses politiques économiques, les pays peuvent, s'ils le désirent, autoriser la publica-

groter werd. Er wordt algemeen van uitgegaan dat dit «moral hazard», een risico dat inherent is aan ieder verzekeringsmechanisme, voor de debiteurlanden voldoende verkleind is door de aan de IMF-leningen verbonden stigmata en voorwaardelijkheid. Daarentegen, de Europese landen zijn van mening dat de internationale gemeenschap de particuliere schuldeisers meer actief moet betrekken bij de oplossing van toekomstige crisissen, om het «moral hazard» dat voor hen blijft bestaan, te verkleinen.

De stabiliteit van het internationale monetaire stelsel wordt ook aangetast door het feit dat er op internationaal niveau geen faillissementsprocedure bestaat voor soevereine Staten, waardoor alle schuldeisers een billijke behandeling zouden krijgen. Het niet voorhanden zijn van een dergelijke procedure veroorzaakte paniek op de financiële markten toen Rusland unilateraal besloot de aflossing van zijn buitenlandse schuld op te schorten: de beleggers trokken zich massaal uit de opkomende landen terug en zochten hun toevlucht in de veilige waarden van de meest solide industrielanden.

### **III. Huidige hervormingen ter bevordering van de stabiliteit van het internationale monetaire en financiële stelsel**

De internationale gemeenschap heeft lering getrokken uit die crisissen en heeft een groot aantal hervormingen doorgevoerd die momenteel een grondige wijziging van de rol van het IMF teweegbrengen.

#### *1. Een grotere transparantie van de economische situatie en het economisch beleid*

Onmiddellijk na de Mexicaanse crisis heeft het IMF een verbetering doorgevoerd van de kwaliteit en de frequentie van de door de landen gepubliceerde statistieken betreffende hun economische en financiële situatie. Daartoe werden twee normen voor de verspreiding van gegevens uitgewerkt. De eerste zogenaamde SDDS-norm richt zich tot de landen die een beroep doen op de internationale kapitaalmarkten. Naar aanleiding van de Azië-crisis werden de bepalingen van deze norm die betrekking hebben op deviezenreserves en buitenlandse schuld strenger gemaakt. 47 landen, waarvan 29 opkomende economieën, hebben deze norm onderschreven. De toepassing van deze norm is niet verplicht, maar wordt sterk aangemoedigd. De tweede, zopas gelanceerde norm, is de GDDS-norm. Deze richt zich tot de landen die geen toegang tot de internationale kapitaalmarkten hebben.

Teneinde de kwaliteit van de informatie waarover de markten kunnen beschikken te verbeteren, heeft het IMF voorts stappen ondernomen om de verspreiding van die berichtgeving te verbeteren. Na afloop van de jaarlijkse doorlichting van hun economisch

tion d'un communiqué reprenant l'avis du conseil d'administration du FMI ainsi que l'analyse du staff du FMI, considérée jusqu'il y a peu comme un document confidentiel. Les pays qui empruntent des ressources au FMI en appui de réformes économiques sont également encouragés à publier les documents décrivant leur programme. Une quarantaine de documents de surveillance et une cinquantaine de programmes sont déjà accessibles sur le site internet du FMI et tout laisse à penser que ce nombre ira croissant.

Une initiative importante à mentionner est la publication conjointe par le FMI, la Banque mondiale, la BRI et l'OCDE de statistiques trimestrielles sur la dette extérieure des pays.

Le FMI a également mis au point un Code de bonnes pratiques en matière de transparence fiscale, ainsi qu'un Code de bonnes pratiques en matière de transparence des politiques monétaires et financières, inspirés des meilleures pratiques dans le monde, à l'aune desquels les politiques des pays sont surveillées par son staff. Des codes de bonnes pratiques en matière de gestion des réserves de change et de la dette sont en préparation.

## 2. Circonspection à l'égard des régimes de taux de changes fixes

Les crises de change au cours des années 90 ont rappelé qu'il y a incompatibilité entre liberté des mouvements de capitaux, fixité du cours de change et indépendance de la politique monétaire. Pour résoudre cette incompatibilité, certains pays ont fait le choix d'abandonner leur souveraineté monétaire nationale en formant une union monétaire, comme les pays de la zone euro, ou en créant des *Currency boards* subordonnant totalement la création monétaire à l'évolution de leurs réserves de change, comme l'Argentine, Hong Kong ou la Bulgarie. D'autres ont décidé de laisser flotter leur monnaie, comme le Royaume-Uni, le Mexique, la Thaïlande, l'Indonésie, la Corée, la Russie et le Brésil.

Les régimes de taux de change fixes sont recommandés avec la plus grande circonspection aux pays qui ont libéralisé leurs mouvements de capitaux avec l'étranger. Ils ont joué un rôle utile pour permettre à beaucoup de pays de réduire l'inflation, mais constituent un régime intermédiaire, dont il faut se préparer à sortir de manière ordonnée, vers l'adhésion à une union monétaire ou le flottement de la monnaie.

beleid kunnen de landen, indien ze dat wensen, hun toestemming geven voor de publicatie van een communiqué waarin het advies van het college van bewindvoerders alsook de analyse van de IMF-staf worden opgenomen. Tot dusver werd dit beschouwd als een vertrouwelijk document. De landen die bij het IMF geld lenen ter ondersteuning van economische hervormingen worden eveneens aangespoord om de documenten waarin hun programma's worden uiteengezet te publiceren. Zowat veertig documenten betreffende doorlichtingen en een vijftigtal programma's zijn reeds beschikbaar op de internetsite van het IMF en alles wijst erop dat dit aantal zal toenemen.

Een belangrijk initiatief dat dient te worden vermeld is de gemeenschappelijke publicatie van het IMF, de Wereldbank en de OESO, van driemaandelijkse statistieken betreffende de buitenlandse schuld van de landen.

Het IMF heeft voorts een Gedragscode inzake budgettaire transparantie opgesteld, alsook een Gedragscode inzake transparantie van het monetaire en financiële beleid. Deze codes zijn geïnspireerd op de beste praktijken in de wereld, volgens welke het beleid van de landen in het oog wordt gehouden door de IMF-staf. Gedragscodes inzake het beheer van de deviezenreserves en het schuldbeheer zijn in voorbereiding.

## 2. Behoedzaamheid ten aanzien van de stelsels van vaste wisselkoersen

De valutacrisissen van de jaren 90 hebben nogmaals aangetoond dat vrij kapitaalverkeer, vaste wisselkoersen en een onafhankelijk monetair beleid onverenigbaar zijn. Om dit op te lossen hebben sommige landen ervoor gekozen hun nationale monetaire soevereiniteit op te geven door een monetaire unie te vormen, zoals de landen van het eurogebied, of door het oprichten van zogenaamde *Currency boards*, waarbij de geldschepping volledig afhankelijk wordt gemaakt van de ontwikkeling van de deviezenreserves, zoals Argentinië, Hong-kong of Bulgarije. Andere landen zoals het Verenigd Koninkrijk, Mexico, Thailand, Indonesië, Korea, Rusland en Brazilië, hebben besloten hun munt te laten zweven.

De stelsels van vaste wisselkoersen worden met de grootste omzichtigheid aanbevolen voor de landen die hun kapitaalverkeer met het buitenland hebben geliberaliseerd. Deze stelsels hebben voor vele landen hun nut bewezen bij het terugdringen van de inflatie, maar vormen een overgangsregeling die zorgvuldig moet worden afgebouwd om over te stappen op de aansluiting bij een monetaire unie of op een vlottende munt.

### 3. Prudence à l'égard de la libération des mouvements de capitaux

Ces crises n'ont pas remis en cause les avantages associés à la libération des mouvements de capitaux. Après tout, c'est dans les pays industrialisés où les capitaux circulent le plus librement que l'on enregistre les taux d'intérêt les plus bas et les niveaux de vie les plus élevés. En revanche, ces crises nous ont rappelé combien la transition d'un système réglementé où le capital est alloué de manière dirigiste à un système libéralisé où les ressources sont allouées en fonction d'une analyse du rendement et du risque est un processus risqué. Cette transition ne s'est pas fait sans heurts dans les pays industrialisés : il suffit de se rappeler la crise des *Savings and Loans* aux États-Unis au milieu des années 80, la crise bancaire dans les pays scandinaves au début des années 90, ou la débâcle du Crédit lyonnais en France au cours des années 90.

La crise en Asie nous a rappelé dans la douleur que la libéralisation des mouvements de capitaux doit se faire dans un certain ordre — les mouvements à long terme avant ceux à court terme, les entrées avant les sorties — et qu'elle doit être précédée d'un renforcement de la stabilité des systèmes financiers domestiques, en ce compris de la surveillance prudentielle. Ironie du sort, c'est à Hong Kong, en septembre 1997, en pleine crise asiatique, que tous les pays membres du FMI ont officiellement accepté une déclaration reprenant ces principes de prudence et proposant de formaliser le rôle du FMI en la matière.

L'ampleur de la crise asiatique a ensuite conduit les pays en voie de développement à refuser de prendre des engagements formels en matière de libération des mouvements de capitaux dans un traité international comme les statuts du FMI. Mais la prudence de la stratégie esquissée dans la Déclaration de Hong Kong fait plus que jamais l'unanimité et guide plus qu'auparavant les recommandations des institutions internationales en matière de libération des mouvements de capitaux.

### 4. Surveillance rapprochée des systèmes bancaires et financiers

Les crises des années 90 dans les pays émergents ont également fait prendre conscience qu'il est essentiel pour la stabilité du système monétaire international de surveiller de beaucoup plus près la stabilité des systèmes financiers nationaux. Le système monétaire international est constitué d'un réseau de systèmes financiers nationaux de plus en plus intégrés. Sa solidité dépend de celle du maillon le plus faible : la

### 3. Behoedzaamheid ten aanzien van de vrijmaking van het kapitaalverkeer

De voornoemde crisissen hebben de voordelen van het vrije kapitaalverkeer niet in het gedrang gebracht. Uiteindelijk zijn het de industrielanden waar het kapitaal vrij circuleert die de laagste rentevoeten en de hoogste levensstandaard kennen. Aan de andere kant hebben die crisissen ons andermaal duidelijk gemaakt hoezeer de overgang van een gereguleerd stelsel — waarbij het kapitaal op een dirigistische wijze wordt verstrekt — naar een geliberaliseerd stelsel — waarbij de middelen worden verstrekt op basis van een rendements- en risicoanalyse — een riskant proces is. Deze overgang is in de geïndustrialiseerde landen niet zonder horten en stoten verlopen. Denken we maar aan de *Savings and Loans* crisis in de Verenigde Staten halverwege de jaren 80, de bankcrisis in de Scandinavische landen begin van de jaren 90 of het debacle van het Franse Crédit lyonnais in de jaren 90.

De Azië-crisis heeft er ons op pijnlijke wijze aan herinnerd dat de liberalisering van het kapitaalverkeer in een bepaalde volgorde dient te verlopen — het verkeer op lange termijn vóór dat op korte termijn, de invoer vóór de uitvoer — en dat ze moet worden voorafgegaan door een versterking van de stabiliteit van het binnenlandse financiële stelsel, met inbegrip van het prudentiële toezicht. De ironie van het lot wilde dat in Hongkong, in september 1997 toen de Azië-crisis volop aan de gang was, alle lidstaten van het IMF officieel hun goedkeuring hebben gehecht aan een verklaring waarin de principes inzake voorzichtigheid werden opgenomen en werd voorgesteld de rol van het IMF ter zake te formaliseren.

De omvang van de Azië-crisis vormde vervolgens voor de ontwikkelingslanden aanleiding om te weigeren op het vlak van liberalisering van het kapitaalverkeer formele verbintenissen aan te gaan die zouden worden vastgelegd in een internationaal verdrag zoals de IMF-statuten. Over de voorzichtige strategie die werd uitgetekend in de Verklaring van Hongkong bestond evenwel meer dan ooit eensgezindheid en de internationale instellingen laten er zich meer dan vroeger door leiden bij het formuleren van aanbevelingen op het vlak van de liberalisering van het kapitaalverkeer.

### 4. Nauwlettend toezicht op de financiële stelsels

De crisissen van de jaren 90 in de opkomende landen hebben ook het besef doen ontstaan dat een veel scherper toezicht op de stabiliteit van de nationale financiële stelsels onontbeerlijk is voor de stabiliteit van het internationale monetaire stelsel. Dit laatste wordt gevormd door een netwerk van nationale financiële stelsels die meer en meer geïntegreerd zijn. Zijn stevigheid wordt bepaald door die van de

mauvaise qualité de l'intermédiation financière en Thaïlande a provoqué une crise qui a fait trembler l'ensemble du système monétaire international et frappé particulièrement les pays dont les fondamentaux économiques et les systèmes financiers étaient les plus faibles.

Dans un premier temps, les meilleures pratiques en vigueur dans les pays industrialisés ont été codifiées par les autorités monétaires, financières et prudentielles des pays industrialisés, et les institutions internationales, en collaboration avec les autorités des pays émergents les plus importants. Cet effort a donné naissance à une prolifération de codes de bonne conduite et de standards en matière financière et prudentielle. Parmi les plus importants, on compte :

- les principes de base du Comité de Bâle pour une supervision bancaire efficace;
- les principes de base pour les systèmes de paiements systématiquement importants du CPSS;
- les objectifs et les principes de l'IOSCO en matière de régulation des marchés de valeurs mobilières;
- les principes de supervision des compagnies d'assurance de l'IAIS.

Ensuite, le FMI et la Banque mondiale ont commencé à effectuer une radioscopie des systèmes financiers de 12 pays à l'aune de ces codes. Ces radioscopies — appelées *Financial Sector Assessment Program* dans le jargon du FMI — sont effectuées par des équipes d'experts spécialisés prêtés par les autorités financières des pays membres, sous la direction du FMI et de la Banque mondiale. L'intention est de passer en revue les systèmes financiers de tous les pays membres au cours des cinq prochaines années.

Le Forum pour la stabilité financière est également appelé à jouer un rôle important pour renforcer la stabilité des systèmes financiers. Ce Forum a été créé par le G-7 en avril 1999 pour coordonner les efforts des institutions internationales en la matière. Il est composé des représentants des trésors, des banques centrales et des superviseurs des pays du G-7 ainsi que de représentants de la BCE, la BRI, le FMI, la Banque mondiale, le Comité de Bâle sur la supervision bancaire, l'IAIS, l'IOSCO, le Comité sur le système financier global et le Comité sur les systèmes de paiements et de règlements.

Ce Forum vient de publier trois rapports sur des points faibles du système monétaire international. Le premier de ces rapports enjoint le FMI de surveiller les centres financiers *offshore* à l'aune des codes de bonnes conduites en matière de politiques financières. Le second propose de renforcer la discipline de marché à l'égard des *Hedge Funds* en augmentant les

zwakste schakel: de slechte kwaliteit van de financiële intermediaat in Thailand heeft een crisis teweeggebracht die het hele internationale monetaire stelsel heeft doen wankelen en heeft vooral die landen getroffen met de zwakste economische fundamentals en de zwakste financiële stelsels.

In een eerste fase werden de beste praktijken die worden toegepast in de geïndustrialiseerde landen gecodificeerd door de monetaire, financiële en prudentiële autoriteiten van de industrielanden en van de internationale instellingen, in samenwerking met de autoriteiten van de belangrijkste opkomende landen. Deze inspanning heeft aanleiding gegeven tot een ruime verspreiding van gedragscodes en normen inzake financiële en prudentiële materies. Tot de belangrijkste behoren onder meer:

- de basisprincipes van het Bazelse Comité voor een doeltreffend banktoezicht;
- de basisprincipes voor de systemisch belangrijke betalingssystemen van het CPSS;
- de doelstellingen en principes van het IOSCO inzake regulering van de effectenmarkten;
- de toezichtsprincipes van de verzekeringsmaatschappijen van de IAIS.

Vervolgens zijn het IMF en de Wereldbank begonnen aan een doorlichting van de financiële stelsels van 12 landen aan de hand van die codes. Deze doorlichtingen, in het vakjargon van het IMF *Financial Sector Assessment Program* genoemd, worden onder de leiding van het IMF en de Wereldbank uitgevoerd door ploegen van deskundigen die door de financiële autoriteiten van de lidstaten ter beschikking worden gesteld. Het is de bedoeling de financiële stelsels van alle lidstaten tijdens de komende vijf jaar door te lichten.

Het Forum voor de financiële stabiliteit zal eveneens een belangrijke rol moeten spelen bij het versterken van de stabiliteit van de financiële stelsels. Dit Forum werd in april 1999 door de G-7 opgericht om de inspanningen van de internationale instellingen terzake te coördineren. Het Forum is samengesteld uit vertegenwoordigers van de ministeries van Financiën, de centrale banken en de toezichthouders van de landen van de G-7, alsook vertegenwoordigers van de ECB, de BIB, het IMF, de Wereldbank, het Bazelse Comité voor het banktoezicht, de IAIS, de IOSCO, het Comité inzake het mondiale financiële stelsel en het Comité voor betalings- en vereffeningssystemen.

Dit Forum heeft zopas drie verslagen gepubliceerd over de zwakke punten van het internationale monetaire stelsel. In het eerste verslag wordt het IMF belast met het toezicht op de *offshore* financiële centra aan de hand van de gedragscodes met betrekking tot het financiële beleid. Het tweede stelt voor de marktdiscipline ten aanzien van de *Hedge Funds* te versterken

exigences de publication dont ils font l'objet. Le troisième propose de diminuer les risques associés à la libre circulation des capitaux en améliorant la capacité d'analyse des risques associés à un brusque retournement des mouvements de capitaux, tant au niveau des entreprises, des banques et de l'État qu'au niveau de l'ensemble de l'économie.

Enfin, autre réforme très importante en cours dans le domaine financier, le Comité de Bâle est occupé à revoir ses règles relatives au niveau de capitalisation recommandé aux banques internationales en vue de mieux refléter les risques encourus.

##### 5. *Augmentation des ressources à la disposition du FMI et de ses membres pour résoudre les crises financières*

Les quotes-parts du FMI ont été augmentées de 45 % en 1999, ce qui les porte à environ 280 milliards de dollar, dont la moitié provient de pays suffisamment solides sur le plan financier pour être reprêtés aux pays en difficulté.

En plus le FMI peut recourir, en cas de crise systémique, à des lignes de crédit auprès des pays du G-10 et des pays émergents dont le montant global a été doublé et porté à 45 milliards de dollars en 1998.

En décembre 1997, la Corée a eu besoin d'un accès nettement supérieur au plafond de trois fois sa quote-part pour faire face au retournement soudain des mouvements de capitaux: le FMI lui octroya un crédit équivalent à près de vingt fois sa quote-part! À cette occasion, le FMI créa une nouvelle facilité de prêt sans limite d'accès — la *Supplemental Reserve Facility* — pour rencontrer les besoins d'un membre sujet à une soudaine crise de confiance sur les marchés des capitaux.

En avril 1999, le FMI créa une autre facilité sans limite d'accès — la *Contingent Credit Line* — dont l'accès peut être octroyé aux pays les plus vertueux pour les prémunir de la contagion d'une crise financière.

##### 6. *Implication du secteur privé dans la prévention et la résolution de crises financières*

Dans le feu de l'action, la communauté internationale a réussi à trouver des solutions pour impliquer le secteur privé quand cela était absolument indispensable pour éviter une crise d'ampleur systémique.

Ainsi, en décembre 1997, quand le programme soutenu par un crédit très important du FMI ne parve-

nt pas à résoudre la crise, le FMI a décidé de passer par un autre canal, celui des entreprises, pour obtenir des fonds supplémentaires. Le FMI a encouragé les entreprises à augmenter leurs réserves de liquidités et à améliorer leur gestion financière. Le FMI a également encouragé les entreprises à augmenter leurs réserves de liquidités et à améliorer leur gestion financière. Le FMI a également encouragé les entreprises à augmenter leurs réserves de liquidités et à améliorer leur gestion financière.

Een laatste zeer belangrijke hervorming die zich momenteel op het financiële vlak voltrekt is de herziening, door het Bazelse Comité, van de regels met betrekking tot de aanbevolen kapitalisatiegraad van de internationale banken opdat deze een betere weerspiegeling zouden zijn van de gelopen risico's.

##### 5. *Verhoging van de middelen waarover het IMF en zijn leden beschikken om financiële crisissen op te lossen*

De quota van het IMF werden in 1999 met 45 % verhoogd tot zowat 280 miljard dollar, waarvan de helft afkomstig is van landen met voldoende financiële draagkracht, en worden opnieuw uitgeleend aan landen die in moeilijkheden verkeren.

Voorts kan het IMF in geval van een systeemcrisis terugvallen op kredietlijnen bij landen van de G-10 en de opkomende landen, voor een totaal bedrag dat in 1998 werd verdubbeld tot 45 miljard dollar.

In december 1997 was voor Zuid-Korea het plafond ten belope van driemaal zijn quotum ruimschoots onvoldoende om het hoofd te bieden aan de plotse omslag in het kapitaalverkeer: het IMF verstrekke dit land een krediet dat bijna twintig maal groter was dan zijn quotum! Naar aanleiding daarvan creëerde het IMF een nieuwe kredietfaciliteit zonder toegangslimiet — de *Supplemental Reserve Facility* — om tegemoet te komen aan de behoeften van een lid dat te kampen heeft met een plotse vertrouwenscrisis op de kapitaalmarkten.

In april 1999 stelde het IMF een andere faciliteit zonder toegangslimiet in — de *Contingent Credit Line* — waarvoor de toegang kan worden verleend aan de meest verdienstelijke landen, om hen te wapenen tegen het uitstralings-effect van een financiële crisis.

##### 6. *Rol van de particuliere sector bij het voorkomen en oplossen van financiële crisissen*

In het heetst van de strijd slaagde de internationale gemeenschap erin de particuliere sector erbij te betrekken wanneer dat absoluut onontbeerlijk was om een omvangrijke systeemcrisis te voorkomen.

Zo heeft de internationale gemeenschap in december 1997 — toen het door een zeer omvangrijk IMF-

nait pas à rétablir la confiance des marchés dans l'économie coréenne, la communauté internationale a fait pression sur les banques privées, via une pression des autorités monétaires nationales des pays créditeurs, et a obtenu leur participation à la résolution de la crise.

Aux lendemains des crises, la communauté internationale a également rapidement émis des propositions pour remédier aux faiblesses des arrangements existants :

— dès 1996, le rapport Rey recommanda l'introduction des clauses dans les obligations émises par les États facilitant la résolution ordonnée d'une crise;

— à la suite du moratoire unilatéralement imposé par les autorités russes sur le paiement du service de leur dette extérieure privée, un bon nombre de petits pays industrialisés et de pays en voie de développement ont proposé de soumettre ce genre de mesures à l'autorité préalable du FMI via une modification de ses statuts.

Dans le calme retrouvé, la communauté internationale éprouve plus de difficultés à se mettre d'accord sur des principes d'engagement du secteur privé, ce qui s'explique en partie par le sentiment que l'urgence s'estompe au fur et à mesure que les perspectives économiques mondiales s'améliorent, mais également par la difficulté d'arrêter des principes qui s'appliquent à la diversité des crises financières récentes. La crise de la dette au cours des années 80 concernait des crédits bancaires à des États, la crise mexicaine des bons du Trésor émis par des États souverains, la crise asiatique des prêts interbancaires ou des prêts à des entreprises privées.

À l'instar du Mexique, beaucoup d'États ont compris qu'ils avaient tout intérêt à cultiver des contacts étroits avec leurs créanciers en temps normal.

krediet ondersteunde programma ontoereikend bleek om het vertrouwen van de markten in de Koreaanse economie te herstellen — via de nationale monetaire autoriteiten van de crediteurlanden druk uitgeoefend op de particuliere banken en heeft ze hun medewerking aan het oplossen van de crisis afgedwongen.

Onmiddellijk na de crisissen heeft de internationale gemeenschap tevens al gauw voorstellen gedaan om de zwakke punten van de bestaande regelingen weg te werken :

— in 1996 raadde het rapport-Rey aan de door de Staten uitgegeven obligaties te voorzien van clausules om het makkelijker te maken een crisis ordelijk op te lossen;

— ten gevolge van het unilateraal door de Russische autoriteiten opgelegde moratorium op de betaling van de dienst van hun particuliere buitenlandse schuld hebben een groot aantal kleine industrielanden en ontwikkelingslanden voorgesteld dat soort maatregelen vooraf aan de goedkeuring van het IMF te onderwerpen via een wijziging van de IMF-statuten.

Nu de rust hersteld is, wordt het voor de internationale gemeenschap moeilijker om overeenstemming te bereiken over principes inzake verbintenissen van de particuliere sector, wat gedeeltelijk te verklaren is doordat het dringende karakter verdwijnt naarmate de economische vooruitzichten op wereldvlak verbeteren, maar ook doordat het moeilijk is principes vast te stellen die van toepassing zijn op de uiteenlopende financiële crisissen. De schuldencrisis in de jaren 80 had te maken met bankkredieten aan Staten, de Mexicaanse crisis met Schatkistbons uitgegeven door soevereine Staten en de Azië-crisis met interbancaire leningen of leningen aan privé-bedrijven.

Net als Mexico hebben veel landen begrepen dat ze er alle belang bij hebben in normale tijden nauwe contacten te onderhouden met hun schuldeisers.

#### **IV. Contribution possible de la taxe-Tobin au renforcement de la stabilité du système monétaire international**

Est-il utile, en plus de toutes ses initiatives, d'imposer une taxe modérée sur toutes les transactions de change, comme proposé par le professeur Tobin en 1972, et une taxe très élevée sur ces transactions de change dès que le cours de change s'écarte de manière significative de sa moyenne observée dans un passé récent, comme proposé par le professeur Spahn en 1996, pour renforcer la stabilité du système monétaire international ?

Le staff du FMI pense que non pour les raisons suivantes.

D'abord il est loin d'être évident que l'imposition de telles taxes diminuerait la volatilité des cours de change. Les frais de transaction sur les marchés boursiers ont considérablement baissé au cours des 30 dernières années sans augmenter la volatilité des prix des actions. Les marchés immobiliers sont sujet à la spéculation en dépit de frais de transactions nettement supérieurs à ceux observés sur le marché des changes ou le

marché des valeurs mobilières. De telles taxes pourraient même augmenter la volatilité des cours de change car elles décourageraient ou retarderaient des opérations d'arbitrage motivées par la perception d'un écart entre le taux de marché et le taux d'équilibre justifié par les fondamentaux économiques. Est-il raisonnable de décourager des fonds d'investissement, des fonds de pension et des compagnies d'assurance-vie de changer la composition de leurs portefeuilles quand elles ont le sentiment qu'une devise est sur le point d'être dévaluée? Est-il opportun de décourager un trader de vendre une devise quand la publication de nouvelles données économiques le conduit à revoir ces anticipations de l'évolution de son cours?

De telles taxes, pour autant qu'elles puissent être mises en œuvre de manière efficace, auraient pour inconvénient de diminuer le volume des opérations et donc la liquidité du marché des changes, ce qui entraînerait des ajustements de prix discontinus et brutaux, soit exactement l'effet opposé de celui recherché par les partisans de telles taxes. Pour minimiser l'impact de ces taxes sur la liquidité du marché des changes, le professeur Spahn envisage d'en exempter les intermédiaires financiers en raison de la contribution positive de la majeure partie de leurs opérations à la liquidité du marché des changes. Mais ceci réduirait vraisemblablement l'efficacité de ces taxes à néant, en raison des vastes opportunités d'évasion subsistant alors.

Ces taxes ont aussi l'inconvénient de pénaliser les opérations à court terme au profit des opérations à long terme, sans aucune assurance que cela soit nécessairement opportun. Nous n'avons aucune base pour penser qu'encourager les placements à 6 mois par rapport à ceux à 1 mois va conduire à une meilleure allocation des ressources.

Enfin, le staff ne croit pas qu'il soit possible de mettre en œuvre ces taxes de manière à ce qu'elles exercent un effet sur le volume des opérations de change.

Le premier problème posé est celui de la base taxable. La confiner aux opérations au comptant conduit à laisser de côté plus de 60% des opérations sur les marchés des changes; ce qui laisserait ouverte de nombreuses possibilités de conduire les transactions désirées en éludant la taxe. Le montant des transactions journalières sur le marché des changes en avril 1998 est estimé à près de 1 600 milliards de dollars par la BRI, dont 600 milliards sur le marché au comptant et 1 000 milliards sur les marchés dérivés. Il est accepté qu'appliquer le même niveau de taxe sur le marché au comptant et sur les marchés dérivés pénaliserait considérablement les opérations sur les marchés dérivés, ce qui ne serait pas souhaitable, étant donné le rôle indispensable qu'ils jouent en permettant aux agents économiques de se couvrir contre le risque de change. Taxer les opérations de change de manière équivalente sur ces différents marchés exigerait de différencier le taux de taxation en fonction de la structure de l'opération sur les marchés dérivés, ce qui s'annonce compliqué et très lourd à administrer en raison du volume de ces opérations.

Taxer l'ensemble des opérations sur le marché des changes peut même s'avérer insuffisant. Au vu de l'ingéniosité des marchés financiers, surtout en période de crises quand les espérances de gain sont importantes, il y a gros à parier que de nouveaux instruments sophistiqués verront le jour, basé par exemple sur un échange d'actifs non taxés comme des titres de la dette publique, en vue de tirer profit d'une évaluation attendue. Les autorités risquent d'avoir à se lancer dans une course perdue à l'élargissement de la base taxable, jusqu'à qu'ils constatent l'inefficacité de la taxe et en décident sa suppression, comme c'est régulièrement observé dans le cas des contrôles des mouvements de capitaux.

Le second problème majeur qui obère l'efficacité de ces taxes est la nécessité de son imposition dans un nombre suffisamment important de pays pour qu'elle exerce l'effet voulu sur le volume des transactions à court terme sur le marché des changes. Son imposition dans quelques grands centres financiers mais pas dans d'autres conduirait à une migration du marché des changes des premiers vers les seconds, avec des coûts minimes pour les opérateurs, étant donné la faiblesse des coûts de télécommunications. Son imposition dans tous les grands centres financiers pourrait contri-

buer au développement des centres offshores et paradis fiscaux. Les difficultés enregistrées dans un groupe relativement homogène de pays comme les pays membres de l'Union européenne pour harmoniser la taxation des revenus mobiliers payés à des non-résidents sont de mauvais augure pour la possibilité d'atteindre un accord sur l'introduction d'une taxe Tobin sur le plan mondial.

Enfin le staff anticipe un débat difficile sur la distribution du produit de la taxe. Attribuer son produit aux pays qui la percevraient serait très favorable aux pays logeant les centres financiers les plus développés, ce qui n'est pas justifié. Cela reviendrait, dans l'Union européenne, à attribuer l'ensemble des recettes douanières aux pays qui ont la chance de se trouver aux frontières de l'Union. Tobin propose très justement de consacrer ces recettes à des politiques exercées en commun par la communauté internationale, comme le maintien de la paix ou la protection de l'environnement. Mais à ce sujet également, en raison des montants considérables avancés comme recette possible d'une taxe Tobin, un consensus au niveau mondial s'annonce difficile, notamment en raison de l'aversion traditionnelle du Congrès américain à l'égard de tout transfert de souveraineté au niveau supranational.

Des mesures plus prometteuses et mieux ciblées pour réduire la vulnérabilité des économies émergentes à un retournement soudain des mouvements de capitaux sont les mesures préventives introduites au Chili et en Colombie au cours des années 90 en vue de limiter les entrées de capitaux à court terme.

Ce type de mesure a été imposé au Chili à partir de 1991 au moment où l'économie chilienne était confrontée à un important afflux de capitaux en provenance de l'étranger qui compliquait singulièrement la tâche des autorités monétaires soucieuses à la fois de contenir l'inflation et d'éviter une appréciation trop rapide du cours de change. La réaction initiale des autorités monétaires fut d'intervenir sur le marché des changes et d'éponger la liquidité ainsi en créée en vendant des titres de la dette publique, ce qui eut pour effet de renchérir les taux d'intérêt domestiques, rendant les placements en devises chiliennes plus attractifs. Pour sortir de ce dilemme entre l'objectif interne — maintenir la stabilité des prix — et l'objectif externe — contenir l'appréciation du cours de change —, les autorités chiliennes décidèrent d'introduire des contrôles sélectifs aux entrées de capitaux. Des réserves obligatoires non rémunérées pendant une durée déterminée à concurrence de 20 % des emprunts extérieurs, à l'exception des crédits commerciaux, furent introduites. Une durée minimale d'un an fut imposée pour les investissements directs et en portefeuille en provenance de l'étranger. Seules les entreprises chiliennes disposant d'un rating furent autorisées à s'endetter à l'étranger. Et les banques furent contraintes à rapporter en détail à propos de leurs transactions avec l'étranger.

Ces mesures ne semblent pas avoir permis aux autorités chiliennes de contenir le volume total des entrées de capitaux au cours des années 90, mais elles auraient permis de ramener la part des entrées de capitaux à court terme de 77 % en 1990 à 38 % en 1997-1998. Des résultats comparables ont été observés en Colombie. Les autorités chiliennes reconnaissent cependant que l'efficacité de ces mesures s'est érodée au fil du temps : le champ des mesures a dû être étendu pour couvrir les échappatoires qui se sont développées, mais n'a jamais pu couvrir les crédits commerciaux, par manque de consensus politique. Il est aussi important de noter que les autorités ont continué en parallèle à mener des politiques macro-économiques orientées vers la stabilité, et ont entrepris de réformer en profondeur leur système financier, en ce compris un renforcement drastique de la surveillance prudentielle.

Les autorités chiliennes ont suspendu leur système de réserves obligatoires en septembre 1998 et viennent de lever l'obligation de maintenir les placements pendant un an dans le pays, en vue de ranimer l'appétit des investisseurs étrangers, affecté par les crises asiatique, russe et brésilienne, pour des actifs chiliens.

## V. Conclusion

La liberté croissante des mouvements de capitaux dans le monde est incontestablement un facteur de progrès. Il suffit pour s'en convaincre de constater la prospérité des pays industrialisés où les capitaux circulent le plus librement.

La transition d'un régime où les capitaux sont réglementés vers un régime où ils circulent librement est en revanche un processus risqué que nous ne maîtrisons par parfaitement. La libéralisation des secteurs financiers et des mouvements de capitaux avec l'étranger ne s'est pas opérée sans heurts, ni dans les pays développés, ni dans les pays en voie de développement.

Les efforts considérables déployés récemment pour améliorer la transparence des situations et des politiques économiques et pour renforcer la stabilité des systèmes financiers, la meilleure compréhension de l'agencement des réformes nécessaires pour réussir une libération « sans casse » des mouvements de capitaux avec l'étranger, la circonspection à l'égard des régimes de taux de change fixes quand les mouvements de capitaux circulent librement, la plus grande prudence à l'égard de l'endettement extérieur, ... toutes ces initiatives vont aider les pays en voie de développement à tirer le meilleur parti de la libération des mouvements de capitaux, à l'instar des pays industrialisés.

L'imposition au niveau universel d'une taxe sur les transactions de change n'apparaît pas comme la voie la plus efficace ni la plus faisable pour limiter la vulnérabilité des économies des pays en développement à un brusque retournement des mouvements de capitaux en attendant qu'ils aient développé des systèmes financiers suffisamment robustes. Son effet sur la volatilité des cours de change est incertain, sa mise en œuvre s'annonce très compliquée, et suppose un degré de coopération internationale malheureusement illusoire sur le plan fiscal.

L'imposition unilatérale d'instruments ciblés comme les réserves obligatoires non rémunérées sur les emprunts extérieurs imposées de 1991 à 1998 au Chili, en complément de politiques macro-économiques saines et de réformes en profondeur du système financier, semble un instrument plus indiqué pour limiter préventivement la vulnérabilité extérieure de pays en développement, en attendant que des mécanismes soient en place au sein des entreprises, des intermédiaires financiers, des autorités prudentielles et de l'État pour éviter des comportements imprudents.

\*  
\* \*

**5. Exposé de M. Mathias Dewatripont, professeur de la Faculté des sciences sociales, politiques et économique — ULB, co-directeur du Centre Ecares (ULB)**

**5. Uiteenzetting van de heer Mathias Dewatripont, professor aan de Faculteit der Sociale, Politieke en Economische Wetenschappen, ULB, co-directeur van het « Centre Ecares » — ULB**

Comme économiste généraliste, M. Dewatripont s'est rendu compte que les partisans de la taxe Tobin critiquent le système capitaliste global et internationaliste dans son ensemble et ont une vision assez semblable à celle des gens qui manifestaient à Seattle contre l'Organisation mondiale du commerce.

Beaucoup d'autres gens s'inquiètent de la volatilité excessive du marché des changes et des marchés financiers en général. La théorie générale de Keynes est une des premières à évoquer les effets pervers de l'économie. Keynes savait de quoi il parlait car il a été lui-même un spéculateur qui a été trois fois riche et deux fois ruiné.

En 1972, M. Tobin a fait sa proposition. L'actuel ministre des Finances américain Harry Summers, qui par ailleurs est un grand économiste américain, a écrit il y a quelques années un article en faveur des taxations sur les transactions financières pour stabiliser le marché financier. Rudy Dornbush, professeur au MIT et un des grands spécialistes de l'économie internationale a également écrit des articles en faveur du grain de sable qu'est la taxe Tobin, qui pourrait en partie apporter une amélioration au niveau des marchés financiers.

Le problème de l'instabilité excessive des marchés des changes préoccupait également les promoteurs du système monétaire européen.

Actuellement, il est très difficile de ne pas être d'accord avec l'idée que les marchés financiers peuvent être très volatiles et instables. Très récemment, la Banque des règlements internationaux a mis en garde contre la surévaluation des marchés boursiers internationaux. La volatilité excessive des marchés boursiers est due aussi aux fameux *day-traders*. Il n'est pas certain qu'une taxe soit le remède absolu. Néanmoins, elle permet de pénaliser les opérateurs de court terme par rapport aux opérateurs de long terme. Ce n'est pas nécessairement grave pour les entreprises qui ont émis des actions parce que ce ne sont pas elles qui doivent acheter lorsqu'on vend. Cela se passe entre participants des marchés boursiers. Toutefois, l'on prétend que malgré tout, cela influence fortement le comportement des entreprises étant donné que les gens de marchés boursiers transactent tout le temps (les fonds de pension en moyenne ne gardent les actions d'une entreprise que pendant neuf jours). En effet, les entreprises sont totalement préoccupées par le résultat trimestriel plutôt que par une vision à long terme. De ce point de vue, une taxe sur les transactions peut offrir de manière presque mécanique l'avantage de rallonger les horizons temporels des décisions. Cette thèse est aussi défendue par Keynes ou Dornbush par exemple.

Une taxe sur les transactions ne change pas fondamentalement le système. Il n'y a rien de très révolutionnaire à une taxe Tobin. Le produit de la taxe ira dans la poche des États plutôt que dans la poche des banques. Du point de vue du bien-être global, cela n'est pas critiquable. Pour le reste une taxe sur les transactions existe pour toute une série de biens. En Belgique, nous avons une taxe très élevée sur les transactions immobilières. En termes de finances publiques on pourrait se poser la question : est-il normal de concentrer la taxe sur les transactions immobilières plutôt que sur les opérations financières ? Alors, *a priori* une taxe Tobin semble être une chose qui mérite considération.

Les arguments invoqués vont dans trois directions : la question de la faisabilité, la question de la signification politique de la taxe — puisqu'aujourd'hui elle est portée par des organisations qui sont très critiques vis-à-vis du système capitaliste international — et enfin l'impact d'une telle taxe sur la stabilisation financière notamment des pays émergents.

En ce qui concerne la faisabilité, on peut éventuellement rendre la taxe plus faisable en limitant la liberté d'une série d'opérateurs financiers. Si on le veut vraiment, elle sera plutôt faisable, même si toute une série d'obstacles doivent être étudiés. Il est clair que la globalisation des marchés appelle à une globalisation de la gouvernance. On est déjà à une gouvernance mondiale au niveau de l'Organisation mondiale du commerce et dans le cadre de la réglementation prudentielle avec les Accords de Bâle. Le FMI propose de faire une réglementation prudentielle uniformisée pour inclure également les pays émergents. De la même manière on va devoir aller vers de plus en plus de coopération et d'harmonisation au niveau fiscal. À cause de la globalisation des marchés financiers, en Europe, on a assisté à une forte réduction de la taxation du capital avec une augmentation de la taxation du travail et toutes les distorsions que cela implique. Il faut arriver à inverser en partie la tendance pour faire en sorte qu'il y ait une taxation plus équitable entre les différents facteurs de production et cela nécessite une gouvernance plus globale au niveau fiscal.

Il est clair que la taxe Tobin est portée par un projet politique : taxer au niveau mondial et utiliser le produit de cette taxe pour des projets d'aide au développement. En général, cette idée va à l'encontre du principe de finances publiques de non-affectation des recettes. La taxe Tobin n'est certainement pas une panacée pour contrer des crises spéculatives de type Mexique, Asie du Sud-Est ou Russie. S'il y a des déséquilibres macro-économiques, il faut des ajustements. Parfois les crises spéculatives arrivent même s'il n'y a pas de déséquilibre macro-économique mais qu'il peut y avoir des déséquilibres multiples. Si les spéculateurs sont décidés et sont coordonnés pour faire chuter une monnaie, ce n'est pas une petite taxe Tobin qui va faire changer les choses. Certains contrôles de mouvements de capitaux sont utiles. De ce point de

vue-là, l'orateur croit que la taxe Spahn est plus utile que la taxe Tobin. La taxe Tobin peut aller dans le bon sens, mais n'est clairement pas l'instrument distributif idéal. Pour faire de la redistribution, il faut taxer les revenus du capital ou la fortune directement. La taxe Tobin est une taxe indirecte et ce n'est pas ce qu'on devrait faire dans un monde optimal. Une taxe Tobin est de nature à générer une mobilisation politique qui fait que cette évolution en faveur d'un peu plus de taxation du capital pourrait éventuellement avoir une faisabilité plus importante au niveau politique.

**III. AUDITION DU 14 JUIN 2000****1. Exposé de M. Olivier Davanne, professeur de l'Université de Paris Dauphine**

Le professeur Davanne a écrit des rapports extrêmement sceptiques, voire critiques sur l'efficacité de la taxe Tobin. Sa position très négative à l'égard de cette taxe est fondée sur quatre raisons principales. Premièrement, comme plusieurs l'ont déjà souligné, la taxe Tobin est impraticable. Deuxièmement, son éventuel rendement serait considérablement plus faible que ce qui est dit en général. Troisièmement, une taxe Tobin ne stabiliserait rien du tout sur le marché des changes. Enfin, dernière raison, tous ces débats sur la taxe Tobin constituent une diversion malvenue par rapport aux vraies priorités. En effet, les marchés financiers ne fonctionnent pas, mais on ne parle guère des remèdes praticables, voire nécessaires, sur les marchés des changes pendant qu'on discute de la taxe Tobin.

*1. Faisabilité de la taxe Tobin*

La praticabilité de la taxe Tobin se heurte à trois types de problèmes. Le premier problème, que le professeur Davanne ne développera pas, est la nécessité d'un accord international et la question des paradis fiscaux.

Ensuite, le mode de taxation de tous les produits dérivés ou hybrides. Techniquement, il n'est pas très compliqué de taxer une opération simple sur le marché des changes s'il y a un accord pour le faire. En revanche, les économistes, partisans de la taxe Tobin, n'ont toujours pas expliqué ce qu'ils vont faire sur le marché des options. À quel taux faut-il taxer ce marché? S'il n'est pas taxé, les options de change seront utilisées plutôt que le marché au comptant. Il faut donc taxer les options de change. Logiquement, le taux devrait dépendre de l'effet de levier que l'on donne à l'option de change, c'est-à-dire qu'il y a des options qui sont plus ou moins sensibles au taux de change, en fonction de leur maturité, de leur prix d'exercice. Dès qu'on rentre dans des produits financiers un peu plus compliqués, l'établissement de la taxe devient quasiment impossible.

Une autre difficulté est le rapport de la taxe. Si une telle taxe est introduite et qu'elle rapporte des sommes relativement importantes, l'imagination humaine étant sans limites, un nombre considérable de nouveaux produits financiers permettront de spéculer sur le change. Il faudra définir le taux de taxation et il faudra suivre toutes les innovations financières, il faudra peut-être les interdire. Ceci est l'aspect essentiel sur la faisabilité. Comment gère-t-on la question des innovations financières? Le professeur Davanne ne voit pas comment on gère le détournement, la création de produits financiers qui permettent de ne pas payer la taxe Tobin.

*2. Rendement de la taxe Tobin*

Le professeur Davanne ne croit absolument pas aux estimations qui sont faites. Selon ATTAC, le rendement attendu est de l'ordre de 100 milliards de dollars pour une taxe de 0,1%. C'est hallucinant!

En effet, vu l'aspect innovations financières, les concernés trouveront le moyen de ne pas payer la taxe et de continuer à spéculer.

Sans parler d'évasion via les innovations financières, il est un fait que les partisans de la taxe Tobin déforment considérablement la présentation du fonctionnement du marché des changes, notamment qu'il y a 1 500 milliards de dollars de spéculation et, que par une règle de trois, une taxe rapportera autant. Il n'y a pas 1 500 milliards de dollars quotidiens de spéculation! La très grande majorité des opérations sur le marché des changes ne sont pas des opérations de spéculation, mais des opérations d'arbitrage technique. Une opération réelle d'un investisseur se traduit par 5, 10, 20 opérations d'ajustement de bilan, des opérations de techniques de marché sur le

**III. HOORZITTING VAN 14 JUNI 2000****1. Uiteenzetting van de heer Olivier Davanne, professor aan de «Université de Paris Dauphine»**

marché des changes. Si on introduit une taxe, les techniques de marché vont changer radicalement et toutes ces opérations, qui existent actuellement parce qu'il n'y a pas de coûts de transactions, vont disparaître. La diminution du volume des transactions sera considérable.

Le professeur Davanne donne un exemple. Tous les spécialistes du marché des changes connaissent le processus de la «patate chaude». Lorsqu'une grande entreprise veut vendre un montant important de devises, la banque va acheter les 100 millions ou 200 millions de dollars, sans avoir l'usage de cette somme, mais uniquement parce qu'il s'agit d'une affaire de «traders». Cela est le processus de la «patate chaude»: 100 millions de dollars viennent de rentrer dans les salles de marchés et il faut trouver quelqu'un, à l'extérieur du système bancaire, qui veut acheter cette position. Cela ne se fait pas dans le fonctionnement actuel d'une technique du marché des changes, mais cela se passe par des positions qui circulent entre banques jusqu'à ce qu'on ait trouvé une contrepartie, ce qui multiplie considérablement les transactions. Une entreprise fait une transaction, mais derrière cette transaction, il y a 5, 10, 15 transactions liées avant qu'elle sorte du secteur bancaire. La moindre taxe Tobin, même pour des montants ridicules, changera radicalement la structure du marché des changes. Les salles de change seront supprimées et remplacées par un ordinateur qui se chargera, chaque fois qu'il y a un vendeur, de lui trouver un acheteur. Imposer la moindre taxe, signifie qu'il n'est plus efficace économiquement d'avoir ce processus technique de marché des changes où la position se promène sur le marché. Le professeur n'a absolument aucun doute sur le fait qu'en imposant une taxe, il n'y aura plus de marché des changes après quelques mois et un ordinateur central appariera les ordres d'achat et de vente. Cela fera baisser le volume des transactions et, par conséquent, l'instauration d'une taxe rapportera beaucoup moins.

L'idée de penser que le secteur bancaire international payera 100 milliards de dollars n'est qu'une vue de l'esprit.

### *3. Stabilisation ou non du taux de change*

La rationalité économique d'une taxation des transactions sur le marché des changes est toujours l'argument utilisé par ceux qui sont opposés à la taxe Tobin. Face à des taux de change fixes qui sont attaqués, comme le won coréen ou le baht thaïlandais, ce n'est pas en imposant une taxation de 0,1% que l'on empêchera les gens de spéculer s'ils s'attendent à gagner 20 ou 30%. En général, ces devises font déjà l'objet de coûts de transaction qui dépassent largement les 0,1%, ce qui ne suffit pas pour les sauver.

La question qui se pose est plutôt de connaître la conséquence d'une telle taxation pour des taux de change qui flottent. Le fait de taxer les transactions va-t-il améliorer considérablement la situation sur le marché des changes? Le professeur ne croit pas que ce sera le cas. Il ne partage pas l'idée que la spéculation serait extrêmement déstabilisante sur les dollars/euros.

Un autre argument est que l'informatisation du marché des changes deviendra une évidence si on applique une taxe Tobin. Or, remplacer les salles de change par un ordinateur est un facteur d'instabilité. Il y a peut-être beaucoup de gaspillages dans cet univers, les salles de change sont un lieu d'agrégation d'informations qui donne quelque efficacité à un marché qui en manque beaucoup.

La taxe Tobin ne stabilisera pas le marché des changes et, de manière générale, cette taxe manque de rationalité, contrairement à des taxes sur le capital.

Pour prendre le côté le plus absurde: un Français qui achète des actions allemandes ne paie pas de taxe Tobin, ne paie pas les taxes sur le capital, sauf celles qui existent déjà. S'il achète des actions anglaises, il doit passer par le marché des changes et il paie une taxe. Pourquoi veut-on mettre en place une taxe sur le capital, qui taxe plus lorsqu'on achète des actions anglaises que des actions allemandes? Il faut séparer le débat sur la taxation du capital de celui sur la taxe Tobin. La taxe Tobin est une taxe tordue sur le capital, qui taxe un certain type de capital, et l'on a du mal à comprendre quelle est la rationalité économique de tout cela.

#### 4. *Diversión par rapport aux vraies priorités*

Le reproche principal fait à la taxe Tobin est que l'on ne parle pas du vrai sujet. La spéculation est déstabilisante. La France a payé un certain prix face à la spéculation, de même que la Thaïlande et la Corée. Dans ce monde globalisé, la question du mode de gestion du taux de change est la principale. Les banques centrales ont mal géré la spéculation, ce qui est une des raisons essentielles pour lesquelles la spéculation a été aussi déstabilisante. Pour gérer un taux de change, sans parler de flottement pur, il existe des façons plus astucieuses de jouer contre la spéculation et de la prendre à son propre jeu. Un très bon exemple est la France pendant la crise du SME: la France pouvait utiliser deux méthodes pour gérer la spéculation, c'est-à-dire la méthode 92 et la méthode consistant à jouer avec la spéculation. La méthode 92 est une méthode rigide (monter le taux d'intérêt à un niveau tel qu'il va ruiner l'économie et faire dépenser toutes les réserves de change) qui ne marche pas. Jouer avec la spéculation signifie qu'un taux de change qui est au bon niveau, sera baissé s'il est attaqué et dès qu'il serait baissé, on achètera beaucoup et on le fera remonter. La France a pratiqué cette méthode à partir de l'été 1993. Après trois semaines, la crise était finie. La vraie réponse à la spéculation est une gestion intelligente des taux de change, pas une taxe Tobin car elle est inefficace dans ce genre de crise.

Un deuxième élément important est la transparence. Le combat de la transparence est le vrai combat politique à gagner pour ceux qui pensent qu'il faut lutter plus directement contre les spéculateurs. Il est vraiment utile de connaître les positions des spéculateurs: est-ce qu'ils jouent à la baisse; peut-on les prendre à contre-pied, faire remonter l'euro alors qu'ils étaient vendeurs, les forcer à racheter, etc.? Ce type d'information doit être collecté. La BRI a fait des travaux en ce sens. Techniquement c'est possible, mais il doit y avoir un vrai débat politique. Évidemment toutes les grandes banques internationales s'opposent à devoir donner aux autorités publiques leurs positions. Avec les procédures modernes de contrôle de risques, elles connaissent en temps réel leurs positions. Le vrai débat de transparence se situe à ce niveau où l'on voit les intérêts des uns et des autres, ce qui permettrait un bien meilleur fonctionnement du marché des changes.

\*  
\* \*

## 2. Exposé de M. Bruno Jetin, professeur à l'Université de Paris Nord

### Introduction

Les marchés financiers sont instables par nature.

La concurrence pousse les banques à sous-estimer les risques de l'emprunteur: exemple de l'Asie du Sud-est à la veille de la crise.

La spéculation est déstabilisatrice: exemple de la crise du SME en 1992-1993.

Les mesures de transparence des marchés et de régulation prudentielle sont les bienvenues mais sont insuffisantes.

Les banques et les fonds spéculatifs ont besoin de confidentialité, et les autorités publiques ne sont informées qu'à posteriori des risques pris.

Les règles prudentielles sont contournées par l'ingénierie financière (titrisation).

Un nouveau contrôle des capitaux et des changes exercé par les autorités publiques à l'échelle nationale et internationale est donc nécessaire pour rétablir l'autorité du politique sur l'économie.

La «taxe Tobin» serait une première mesure utile en ce sens.

\*  
\* \*

## 2. Uiteenzetting van de heer Bruno Jetin, professor aan de «Université de Paris Nord»

### Inleiding

Les marchés financiers sont instables par nature.

La concurrence pousse les banques à sous-estimer les risques de l'emprunteur: exemple de l'Asie du Sud-est à la veille de la crise.

La spéculation est déstabilisatrice: exemple de la crise du SME en 1992-1993.

Les mesures de transparence des marchés et de régulation prudentielle sont les bienvenues mais sont insuffisantes.

Les banques et les fonds spéculatifs ont besoin de confidentialité, et les autorités publiques ne sont informées qu'à posteriori des risques pris.

Les règles prudentielles sont contournées par l'ingénierie financière (titrisation).

Un nouveau contrôle des capitaux et des changes exercé par les autorités publiques à l'échelle nationale et internationale est donc nécessaire pour rétablir l'autorité du politique sur l'économie.

La «taxe Tobin» serait une première mesure utile en ce sens.

Mais elle n'est pas la panacée universelle, et doit être complétée par d'autres mesures de contrôle des capitaux.

### 1. Utilité de la taxe Tobin

L'utilité de la «taxe Tobin» s'exerce dans trois domaines :

Elle permettrait de stabiliser les taux de change, ce qui serait positif pour l'investissement et la croissance.

Elle permettrait d'accroître l'autonomie des politiques monétaires nationales.

Elle produirait des recettes fiscales élevées.

Comment ?

Une taxe d'un faible montant sur toutes les transactions réalisées dans des monnaies différentes permettrait de réduire la spéculation sur les changes, mais sans pénaliser les opérations liées au commerce et à l'investissement international.

Effet de filtre.

Taux en %	Aller et retour, %	Montant annualisé de la taxe en fonction de la maturité, en %					
		Jour	Semaine	Mois	Trimestre	Semestre	Année
0,025	0,05	12,7	1,7	0,6	0,2	0,1	0,05
0,1	0,2	61,5	7,0	2,4	0,8	0,4	0,2
0,25	0,5	231,0	18,5	6,2	2,0	1,0	0,5
0,5	1,0	989,3	40,3	12,7	4,1	2,0	1,0
1,0	2,0	11 488,9	96,1	26,8	8,2	4,0	2,0
2,0	4,0		279,4	60,1	17,0	8,2	4,0
3,0	6,0		625,1	101,2	26,2	12,4	6,0
5,0	10,0		2 454,8	213,8	46,4	21,0	10,0

(1) Note : on prend pour hypothèse une année de 240 jours, 34 semaines et 12 mois.

### Exemple :

Une taxe de 0,1 % entraînerait un coût de 0,2 % en cas d'aller et retour entre deux devises.

Si cet aller et retour est effectué tous les jours, 240 jours par an, le coût annualisé de la taxe serait très élevée : 61 %. Les spéculateurs sont donc pénalisés.

Si l'aller et retour n'a lieu qu'une fois par an, la taxe n'est que de 0,2 %.

L'autonomie de la politique monétaire en découle.

Une taxe de 0,1 % permet un différentiel de taux d'intérêt de 0,8 % sur des titres de la dette publique à trois mois.

Cette autonomie est croissante avec le taux de la taxe.

L'arbitrage s'effectuerait toujours, mais en tenant compte de ce différentiel d'intérêt. Si une taxe de 0,1 % permet un différentiel de taux de 0,8 %, l'arbitrage se ferait pour tout écart de taux supérieur à 0,8 %.

Est-ce suffisant contre la spéculation ?

Ce serait suffisant contre les «petites attaques spéculatives», celles qui ont lieu durant les périodes de tranquillité des marchés des changes.

La «taxe Tobin» agirait en amont, de manière préventive, en empêchant qu'une «petite attaque» ne dégénère en attaque spéculative majeure.

Mais si, malgré tout, une attaque spéculative majeure se forme, d'autres mesures doivent compléter la «taxe Tobin».

L'augmentation du niveau de la taxe à 1 voire 2 ou 5 %, avec exemption pour les transactions commerciales et productives.

Un contrôle des changes, comme il en a existé jusqu'il y a peu en Europe, ou en Malaisie en 1997-1998.

Ce serait une alternative à l'augmentation des taux d'intérêt à des niveaux astronomiques, ce qui plonge dans la crise des pays déjà fragilisés.

Quel devrait être le niveau de la taxe ?

On peut commencer par un faible niveau  $t = 0,025 \%$  (2,5 points de base) compatible avec les coûts de transactions sur le marché de gros interbancaire.

Puis on augmente le niveau de la taxe de façon pragmatique pour améliorer son efficacité. Exemple 0,1 %, 0,25 % ou plus en cas d'attaque spéculative majeure.

Ce ne serait pas le chaos financier. Seulement, le marché des changes ne serait plus un marché décentralisé et dirigé par les prix (dealer driven), comme c'est le cas actuellement, mais deviendrait un marché électronique centralisé et dirigé par les ordres, comme il en existe pour certains marchés d'actions et d'obligations (par exemple, sur certains marchés du *New York Stock Exchange*).

Cela signifie qu'une entreprise voulant se couvrir contre un risque de change entrerait plus rapidement en contact avec un agent financier acceptant d'assumer ce risque. Aujourd'hui un ordre de change d'une entreprise à sa banque engendre 5 à 6 transactions de change interbancaires.

Quelles pourraient être les recettes fiscales ?

Devant l'absence de précédent, tout le monde est réduit à des calculs hypothétiques et forcément simplificateurs. D'où la nécessité d'études officielles.

Quels sont les ordres de grandeur, sachant que le volume quotidien des transactions de change en 1998 était de 1 500 milliards de dollars ?

Une hypothèse conservatrice (H. Bourguinat) pourrait être la suivante. Une faible taxe, 0,025 %, provoquerait une baisse de 50 % du volume quotidien des transactions de change. Dès lors,  $750 \times 240 \text{ jours} \times 0,00025 = 45$  milliards de dollars par an.

Une hypothèse plus optimiste de D. Felix et R. Sau retient des coûts de transactions avant la taxe Tobin de 0,5 % ou 1 % (ordres en cascade, coût de recherche, prime de risque, spread au détail). Les transactions officielles seraient exemptées, soient 10 % des transactions. Une autre baisse de 25 % serait due à la fraude fiscale.

Si la taxe est d'un faible montant, 0,05 % ou 0,1 %, elle est appliquée immédiatement. Si la taxe est plus élevée, 0,25 %, elle est mise en place progressivement sur une période de quatre ans, de façon à réduire la baisse du volume des transactions.

Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

Estimation actualisée des recettes fiscales selon  
la méthode de D. Felix et R. Sau (1996)

	1992	1995	1998	1992	1995	1998
	Coût de transaction avant taxe					
taxe, en %	0,50	1	0,50	1	0,50	1
0,25	206	268	268	393	381	496
0,1	101	122	148	180	197	227
0,05	61	66	90	97	113	122

Exemple : Une taxe de 0,1 % rapporterait de 197 à 227 milliards de dollars.

Même l'estimation conservatrice de M. Bourguinat montre que les recettes fiscales seraient très importantes et permettraient de financer des programmes de lutte contre la pauvreté, chiffrés à 45 milliards de dollars supplémentaires par an par le PNUD.

### Est-ce faisable ?

Oui sur le plan technique, si on collecte la taxe à travers les systèmes électroniques de paiement de gros : proposition de R. Schmidt.

Avantages : Pas de bureaucratie, pas de corruption, peu de fraude, coût de collecte minimal. Même les produits dérivés sont taxés, dès lors qu'ils donnent lieu à une transaction de change.

Le vrai problème de faisabilité concerne la volonté politique.

La «taxe Tobin» a une vocation universelle, mais sa mise en œuvre initiale ne nécessite pas une application directement mondiale, pas de tout ou rien.

Les huit premiers pays représentaient plus de 80 % du marché des changes en 1998 (BRI). Les quatre premiers, 65 %.

En Grande-Bretagne et aux États-Unis, les dix premières banques réalisaient plus de 50 % des transactions du marché de changes. En France, 80 %.

Le dollar, l'euro, le yen et le franc suisse représentent 88 % des transactions mondiales de changes. L'adoption de la taxe par ces pays suffirait à couvrir pratiquement toutes les transactions mondiales de change.

On pourrait envisager que les autorités de ces pays adoptent une taxe de 0,05 % de chaque côté de la transaction, s'il s'agit de deux monnaies de deux pays qui appliquent la taxe, et un taux de 0,1 % appliqué à une monnaie d'un pays n'appliquant pas la taxe.

Dans le même ordre d'idées, on pourrait envisager une initiative de l'Union européenne, pour ne pas resté paralysé par l'obstacle considérable que représente l'accord des huit premiers pays.

Proposition de M. Patomäki d'une mise en œuvre en deux temps : l'UE prend l'initiative de la création d'une «zone Tobin» ouverte sur le reste du monde avec un mécanisme incitatif basé sur un double taux.

Dans l'immédiat appel mondial des parlementaires, vote du parlement canadien, position favorable du gouvernement finlandais, initiatives parlementaires en France.

**3. Exposé de M. Robert Cobbaut, professeur à l'IAG, faculté des sciences économiques, sociales et politiques, UCL**

**3. UiteenzettingvandeheerRobertCobbaut,professor aanhet IAG, faculteit der economische, sociale en politieke wetenschappen, UCL**

Plutôt que de présenter un exposé de plus sur les modalités techniques d'une problématique qu'il considère comme n'étant pas avant tout technique, le professeur Cobbaut opté pour une démarche qui consiste à situer cette proposition dans son contexte institutionnel, qui est celui de la régulation d'ensemble du système financier et de soumettre à réflexion critique les fondements conceptuels du régime de régulation actuel. Il se sent d'ailleurs justifié à adopter cette posture par les considérants très larges des deux propositions de résolution déposées respectivement par MM. Mahoux et consorts et par MM. Moraël et Maertens.

Pour aborder dans cette perspective le problème posé, il n'est pas inutile de rappeler brièvement les deux fonctions essentielles du système financier dans une société où, au cours des deux derniers siècles, l'économie s'est progressivement monétarisée (échange de biens et services contre monnaie, plutôt qu'auto-production ou troc), au point de devenir ce que d'aucuns ont appelé une société salariale, c'est-à-dire une société où la quasi-totalité des gens obtiennent la quasi-totalité de leur subsistance — au sens le plus large de ce terme — au moyen d'un revenu monétaire qui est pour sa quasi-totalité obtenu en rémunération de leur travail.

Dans une telle société, le système financier remplit deux fonctions de nature très différentes dont l'interpénétration entraîne une série d'ambiguïtés qui ouvrent d'ailleurs la voie à de multiples jeux de pouvoir. De première part, un sous-ensemble du système financier, constitué de l'ensemble des banques, en ce compris la Banque centrale, sous-ensemble qui seul a la possibilité d'anticiper la création de richesse future par la création monétaire, remplit une fonction d'intérêt collectif (de service public): la gestion du système de paiement, devenu véritablement le système nerveux de l'économie, et dont la continuité ne peut par conséquent être rompue sous aucun prétexte. Certaines grandes entités économiques et bancaires sont par conséquent « *too big to fail* » (TBTF), même si elles sont techniquement en état d'insolvabilité. Ce premier trait illustre à suffisance le caractère systémique de la problématique.

La seconde composante majeure du système financier est constituée par les marchés financiers. Il serait plus commode de pouvoir parler du marché financier comme d'une structure unifiée sur laquelle on pourrait raisonner en termes d'équilibre global. Mais, parler en ces termes d'un marché financier mondialisé ou globalisé serait oublier qu'en matière financière comme en matière industrielle, la globalisation n'est pas un processus d'unification, mais un processus stratégique de différenciation. Les marchés financiers sont pour l'essentiel une organisation complexe, un appareillage collectif destiné à créer, à partir d'estimations subjectives (c'est-à-dire propres à un sujet) une réalité collective, c'est-à-dire un système de prix. Celui-ci présente une certaine allure sur le temps, qu'on appelle la structure par échéances des prix financiers (les taux d'intérêt à court terme sont le plus souvent inférieurs aux taux à long terme). Et, pour chaque échéance, il existe une structure de risque qui est fonction du type d'instrument financier et de la solvabilité estimée des débiteurs de revenus.

Sur le marché financier, comme sur tout marché, un prix ne peut se former que s'il y a des acheteurs et des vendeurs. Les opérateurs adopteront l'une ou l'autre de ces positions en fonction, d'une part, de leur situation particulière et, d'autre part, de leurs anticipations. Si, quel que soit le raisonnement que je me tiens pour établir mon anticipation, je considère que l'anticipation moyenne que reflète le prix qui s'est fixé sur le marché ne correspond pas aux conditions économiques qui, selon moi, prévaudront dans le futur, je me positionnerai en conséquence: soit à la hausse, soit à la baisse. Et si un certain nombre d'opérateurs, formant un volume d'opérations important, font comme moi, le prix d'équilibre (celui pour lequel on pourra réaliser l'égalité de l'offre et de la demande) va se déplacer.

L'opération qu'on vient de décrire est typiquement une opération spéculative telle que la définissait Kaldor: l'achat (ou la vente) de biens en vue de les revendre (de les racheter) à une date ultérieure, l'unique motivation de cette action étant l'attente d'un

changement favorable de leur prix. Dans toute la mesure où cette opération a pour effet de ramener le prix à un niveau plus proche de la vraie valeur économique, on peut *a priori* la considérer comme socialement désirable.

Autre chose est, bien entendu, le comportement d'un individu ou d'un groupe qui, utilisant comme levier un bloc de titres qu'il détient ou un crédit mis à sa disposition, crée un mouvement du prix dont il tirera parti en fin de compte pour revendre au prix fort aux baissiers ou racheter à vil prix aux haussiers, bref à ceux qu'il aura bernés en créant artificiellement une tendance, puis le retournement de celle-ci.

Mais pour pouvoir maintenir un jugement favorable sur le premier cas de figure (la spéculation stabilisante), il faut préalablement tirer au clair la question de la valeur. C'est en effet en fonction d'une idée que je me fais de la valeur — autrement dit d'une théorie, qu'elle soit sophistiquée ou au contraire rudimentaire —, ce qui m'amène à considérer un actif financier ou une devise comme sur- ou sous-évaluée, que je réagis par un ordre d'achat ou de vente, que je n'ai d'ailleurs pas à motiver. Et pourtant, cette motivation, cette justification est loin d'être indifférente. Comme on va le voir, l'interprétation donnée à une telle situation se révèle capitale pour l'orientation d'une politique de régulation.

L'explication la plus courante — et donc pour beaucoup la seule existante — est celle du courant néo-classique, dominant en économie. Elle est fondée sur une hypothèse extrêmement forte et par conséquent hautement contestable à propos de la rationalité des agents économiques. On les dit capables d'«anticipations rationnelles», ce qui signifie, en termes simples, qu'ils connaissent tous la bonne théorie d'évaluation, sont parfaitement capables de l'appliquer et disposent pour ce faire de toute l'information nécessaire. De sorte qu'à tout moment le prix du marché est la meilleure estimation possible de la vraie valeur, qui n'est bien entendu pas observable. De manière un peu plus précise, on dira que le prix ne diffère en moyenne de la valeur vraie que par un terme purement aléatoire, dont il est par conséquent impossible de tirer parti autrement que par chance pure. C'est ce qu'on appelle la théorie du marché efficace (en français) ou efficient (en français).

On objectera que cette théorie de base n'est que le socle de constructions bien plus sophistiquées et donc plus réalistes, ou en tout cas moins irréalistes. Ne pouvant entrer ici dans une controverse qui demanderait une longue argumentation, on dira que le principe même de la théorie de base (la coïncidence du prix et de la valeur) constitue l'horizon de sens de toutes les versions plus sophistiquées de ladite théorie. Mais on remarquera aussi, et surtout, que c'est la «forme forte» de la théorie néo-classique qui constitue le schéma interprétatif (oserai-je dire : la justification idéologique) des situations concrètes :

*«The negative movements of Microsoft's stock at the time of enforcement actions coincide with negative returns for the rest of the industry ... [and] on news accompanied by positive Microsoft stock movements, the rest of the industry prospers.»* (1)

Il existe une alternative, c'est-à-dire une conception plus «raisonnable» de la rationalité. Elle consiste à reconnaître, beaucoup plus réalistement, que notre capacité de connaissance est limitée et que nos théories d'évaluation, même si elles témoignent d'une connaissance assez affinée des phénomènes de marché, n'en sont pas moins imparfaites et donc perfectibles, et présentent par plus d'un aspect un caractère «conventionnel». Par «convention», on entend une manière de considérer les choses qui a émergé de l'action concrète et qui est accepté de manière plus ou moins large, et parfois tout à fait générale, mais toujours provisoire comme repère pour les prises de décision.

L'exemple-limite d'une règle conventionnelle est la règle de base en matière de conduite automobile. Il est *a priori* indifférent de rouler à droite ou à gauche. C'est là

---

(1) G. Bittlingmayer & T.W. Hazlett, «Has antitrust action against Microsoft created value in the computer industry?», *Journal of Financial Economics*, mars 2000, condensé en première page de l'«*executive summary*» «Economic Intuition» sous le titre «The Stock Market's Verdict of Microsoft's Antitrust Case» (Spring 2000).

la caractéristique essentielle d'un régime conventionnel : dans une situation donnée, il existe une ou plusieurs régularités de comportement alternatives entre lesquelles l'ordre de priorité est indécidable. On peut donc voir des conventions coexister et se trouver en concurrence. Dans le cas-limite évoqué ici, la conformité stricte à une unique convention de roulage est tellement nécessaire à la sécurité collective que ce qui fut pendant un court laps de temps une règle conventionnelle entre les quelques rares conducteurs est très rapidement devenu une règle d'ordre public lourdement sanctionnée. On notera qu'en tout état de cause, la convention la plus forte est celle que tout le monde considère comme allant de soi.

Il n'est évidemment pas possible d'énumérer et d'analyser ici les modes d'émergence et d'évolution des régimes conventionnels, parmi lesquels l'accord, mais aussi par exemple le comportement d'imitation. Ainsi, l'économiste français André Orléan a démontré de manière convaincante que le phénomène qu'on appelle « bulle spéculative », divergence explosive et indéniable du prix des actifs financiers ou d'un taux de change par rapport à l'idée la plus rudimentaire qu'on peut se faire de la vraie valeur économique, s'explique par la polarisation mimétique des comportements. Face à une incertitude forte et non entièrement maîtrisable, l'imitation devient un comportement individuel rationnel, mais qui peut induire des équilibres manifestement indésirables sur le plan collectif.

Pour le surplus, on se bornera à dire que les régimes conventionnels sont fortement influencés par le contexte historique et institutionnel et évoluent dans le temps à travers des processus d'apprentissage individuel et surtout collectif, ou des processus d'imitation, ou encore par des processus d'« invasion », ce qui manifeste que la prédominance d'une convention peut aussi trouver sa source dans l'exercice d'une forme ou d'une autre de pouvoir, soutenue de préférence par des phénomènes de contagion idéologique. Ainsi, l'affirmation de la prédominance des actionnaires dans la conduite des affaires de l'entreprise (qui peut être interprété comme un phénomène de pouvoir) et l'assimilation du prix à la valeur économique vraie, deux assertions discutables, se conjuguent pour former la convention de maximisation de la « valeur actionnariale », qui est actuellement le pivot, l'axe normatif de la « gouvernance » d'entreprise. Il s'agit là d'un exemple frappant d'« invasion » multiforme d'un nouveau régime conventionnel. Lorsque des directions d'entreprise cotées en bourse viennent à apprendre qu'une part significative de leur actionnariat est constituée par des investisseurs institutionnels, il est fréquent de les voir se soumettre spontanément à la convention et la traduire en outils de gestion, sans que cela leur ait été formellement imposé ou même suggéré.

Le caractère conventionnel de la valeur a dans mon esprit pour corollaire qu'il convient, à son propos, d'établir autant que possible des accords explicites et contextualisés (c'est-à-dire adaptés d'aussi près que possible aux contextes particuliers). Pour ce faire, il y a lieu de mettre en place de nouveaux lieux de discussion et même de production décentralisée de normes où seraient impliquées de manière démocratique toutes les catégories de personnes ayant dans une situation donnée un intérêt légitime (les *stakeholders*). Pour ce faire, il existe des modèles transposables, comme par exemple les procédures de « *regulated negotiation* » du droit administratif nord-américain. Ainsi, par exemple, le « contrôle prudentiel » ne peut se limiter à vérifier — *a posteriori* — le respect de normes et de ratios comptables. Un cas comme l'affaire Barings montre clairement la nécessité de mesures préventives telles que l'audit des procédures de contrôle interne. Le coût indéniable de tels dispositifs serait le prix à payer pour assurer le respect de tous les intérêts légitimes en jeu et instaurer une véritable transparence. De telles mesures constituent à mon sens non pas une alternative, mais un complément indispensable à l'instauration d'une taxe de type Tobin ou Spahn. En leur absence, on peut faire confiance à l'armée des spécialistes de l'« ingénierie » financière et fiscale pour trouver, en toute légalité, mille et une voies de contournement plus astucieuses et plus inattendues les unes que les autres.

Dans la même logique de contextualisation de la proposition d'une taxe Tobin, il faut dire quelques mots d'une autre convention financière majeure : celle du primat de la liquidité. Peut-être connaissez-vous l'anathème célèbre de Keynes :

«De toutes les maximes de la finance orthodoxe, il n'en est aucune, à coup sûr, de plus antisociale que le fétichisme de la liquidité, doctrine qui fait un véritable devoir aux institutions de placement de concentrer leurs ressources sur des valeurs «liquides». Une telle doctrine néglige le fait que pour la communauté dans son ensemble, il n'y a rien qui corresponde à la liquidité du placement. L'utilité sociale des placements habiles devrait être de vaincre les forces obscures du temps et de percer le mystère qui entoure le futur.»(1)

Proférer sans nuance cet anathème, c'est oublier que, dans de nombreux secteurs, pour constituer des appareils de production performants, il est indispensable de centraliser de nombreuses petites épargnes et que, pour attirer les petits épargnants dans des conditions raisonnablement acceptables pour eux, il faut leur accorder deux choses :

1<sup>o</sup> Le principe de la responsabilité patrimoniale limitée (à leur mise de fonds), ce qui est le statut du détenteur de parts dans une société de capitaux.

Toutefois, rien ne dit *a priori* que ce qui est judicieux et légitime pour assurer un statut acceptable à des petits porteurs est également justifié pour les détenteurs de gros blocs de titres.

2<sup>o</sup> La liquidité du placement, pour leur permettre de faire face sans trop de dommages à des situations imprévues en revendant leurs titres sur un marché secondaire sûr et bien organisé.

Toutefois, cela ne justifie pas *a priori* la mise sur pied de marchés électroniques cotant en continu 24 heures sur 24. Tous les problèmes posés par l'«e-mania» montrent — d'après le professeur Robert Cobbaut — à l'évidence la nécessité, mais aussi l'extrême complexité d'une régulation qui ne pourra pas ne pas comporter des aspects de réglementation.

Prôner à travers tout la liquidité quasi immédiate de tout placement, c'est créer un gigantesque problème de coordination entre les «opérateurs financiers», soucieux de pouvoir se dégager dans l'instant de leur rôle de «financeurs», et les «entrepreneurs» dont le rôle consiste justement, pour être à même de créer de la richesse réelle, à installer des situations temporairement irréversibles par des opérations dont les retours d'argent nécessitent un horizon long, lequel requiert à son tour du «capital patient», et non un capital qui s'évade massivement à la moindre annonce d'une révision à la baisse des prévisions financières à court terme.

Toutefois, cela ne signifie pas qu'il ne faut pas se donner les moyens de pénaliser, voire d'éliminer un management incompetent ou inefficace. Ce qui, en retour, ne signifie pas qu'il faut, pour ce faire, s'en remettre aveuglément à l'OPA sauvage ou à la loi d'airain de la discutable convention de la «valeur actionnariale», elle-même sous-tendue par la discutable convention de la «vérité des prix financiers».

La difficulté essentielle que révèle ce «slalom» est que les solutions du type «tout ou rien» sont manifestement inadéquates. Que celui qui prônerait la disparition des marchés financiers (si quelque instance avait le pouvoir de la décréter !) nous fasse part de sa solution de remplacement pour coordonner de manière flexible et rapide des millions et même des milliards de transactions. Il n'empêche que la quasi-instantanéité n'est pas pour autant un «*must*». Mais il n'empêche aussi qu'il nous reste à inventer des modalités plus affinées d'arbitrage entre les logiques inévitablement non coïncidentes et même souvent contradictoires de l'entrepreneur et de l'opérateur financier. L'enjeu en l'occurrence est double :

1<sup>o</sup> un enjeu d'efficacité, qui est de remédier aux pathologies du couplage entre économie financière et économie réelle en levant les obstacles à l'acheminement des ressources financières vers les investissements productifs, et en barrant certaines voies de détournement ou du moins en en restreignant l'accès, ce qui serait, dans un tel dispositif général, le rôle spécifique d'une taxe Tobin;

---

(1) J.M. Keynes, «Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie» (trad.), Paris, Payot, 1959, p. 170.

2° un enjeu d'équité, qui est de rendre plus égalitaire la répartition des surplus, ce qui impliquerait entre autres :

— de soumettre à un réexamen sérieux les actuelles pratiques de «financiarisation» du salaire («*stock options*», participation bénéficiaire, ...), dont le caractère discriminatoire est évident, et de coupler les mesures de flexibilité à une révision du système de protection sociale par la création d'un «état professionnel» continu, quelles que soient les modalités de l'activité, dans le sens des recommandations du rapport Supiot;

— d'élaborer des schémas de «gouvernement d'entreprise» ouverts à la diversité des parties prenantes dans l'entreprise, et non pas focalisés par les diktats impersonnels de la convention de «valeur actionnariale».

Avant de conclure, le professeur Cobbaut mentionne encore deux sources majeures de dysfonctionnement, qui sont d'autant plus délicates à appréhender qu'elles se situent au niveau planétaire :

— l'absence d'un système monétaire international qui, d'une part, implique pour un pays — les États-Unis — d'avoir à résoudre les conflits d'intérêt entre les objectifs de sa propre politique monétaire et les exigences d'un ordre monétaire mondial et qui se solde, d'autre part, par l'absence d'un véritable prêteur en dernier ressort au niveau international;

— cette dernière absence contribue largement, même si elle ne l'explique par partiellement, à l'insuffisance des moyens mis en œuvre pour prévenir les effets de contagion connus sous le nom de «risque de système» et y remédier de manière efficace. Comme l'a montré la dernière crise majeure, la crise asiatique, c'est même au niveau des moyens intellectuels de diagnostic que l'on est en déficit. En effet, l'essentiel des remèdes mis en œuvre visaient à traiter une crise de liquidité, alors que l'on se trouvait dans la majorité des cas devant une crise, diffuse certes mais réelle, de solvabilité.

Le professeur Cobbaut conclut en redisant sa profonde conviction que, même calibrée techniquement de la manière la plus adéquate, une mesure isolée du genre «taxe Tobin» n'aurait qu'un impact fort limité et risquerait fort d'engendrer ce qu'on s'accorde à appeler des effets pervers. Il en ira tout autrement si on s'efforce d'intégrer une telle taxe dans un dispositif de régulation visant à expliciter et donc à soumettre au débat politique les conventions qui, de manière parfois tout à fait implicite, régissent le fonctionnement du système financier. Le régime conventionnel qui s'est installé dans la décennie 90, après la période de tâtonnement qu'a constitué la décennie précédente, consacre de manière inquiétante la suprématie et, en certains domaines, le caractère exclusif de la régulation de marché, à tel point que, dans l'esprit de beaucoup de gens — et même dans celui de pas mal d'économistes —, le marché est considéré, à l'instar d'un phénomène naturel, soumis à des lois aussi rigoureuses que celles de la physique, alors qu'il s'agit d'une construction collective et donc une œuvre humaine, toujours limitée et toujours perfectible.

*Les rapporteurs,*  
Jacques SANTKIN.  
Jacky MORAEL.

*Le président,*  
Paul DE GRAUWE.

*De rapporteurs,*  
Jacques SANTKIN.  
Jacky MORAEL.

*De voorzitter,*  
Paul DE GRAUWE.