

Tobinskatten – fel medicin*

Tobinskatten har blivit en symbol för folkrörelser som kämpar mot globaliseringen. Valutakriser och volatiliteten i kapitalflöden och valutakurser är verkliga problem, men inget av dessa problem kan lösas genom införande av en transaktionsskatt på valutahandeln. Skatten skulle inte heller ge särskilt stora intäkter. Tobinskatten är helt enkelt feltänkt från början. Felet är att man satt likhetstecken mellan kapitalflöden och valutahandel.

1. Inledning

Världens samlade bruttonationalprodukt har fördubblats under de senaste 20 åren. Samtidigt har världshandeln ökat nästan tre och en halv gång. Kapitalrörelserna och valutahandeln har vuxit ännu snabbare.

De snabbt växande gränsöverskridande penning- och finansströmmarna har väckt många viktiga frågor. Vilken betydelse har kapitalrörelserna för den ekonomiska utvecklingen? Har de finansiella transaktionerna lösgjort sig från sin realekonomiska grund? Har kapitalrörelserna blivit ett hot mot den realekonomiska stabiliteten?

De fria kapitalrörelserna har getts skulden för de valuta- eller bankkriser – eller både och – som det ena landet efter det andra drabbades av på 1990-talet. De ökade kapitalrörelserna har också påståtts vara orsak till den växande växelkursosä-

kerheten. Kapitalrörelserna har ansetts begränsa handlingsutrymmet för den nationella ekonomiska politiken och urholka skattebasen, eftersom kapitalet söker sig till lågskatteländer.

Bakom kapitalrörelserna har setts stå en grupp aktörer med tvivelaktiga syften, s k spekulanter. Man har nämnt *Georges Soros* men kallar ofta även placerings- och pensionsfonderna spekulanter. I allmänhet namnges spekulanterna dock inte. Man talar om dem som om de vore gnomer, som man inte kan se men som tros vara närvarande överallt. Betecknande är att bankirerna i Zürich på 1960-talet kallades för just gnomer (*Gnomes of Zürich*).

Förslag om en begränsning av kapitalrörelserna har de senaste åren lagts fram i flera fora. Det mest kända förslaget är Tobinskatten, dvs en skatt på alla valuta-transaktioner. Skatten anses kunna bromsa de kortfristiga kapitalrörelserna, eftersom den gör dem dyrare. Då skatten minskar avkastningen på kortfristiga utländska placeringar och ökar kostnaderna för kortfristig utländsk finansiering, skulle den spekulativa verksamheten avta och följaktligen också sannolikheten för spekulationsattacker och valutakriser. Skat-

ANTTI SUVANTO är chef för Finlands Banks ekonomiska avdelning. Han skrev sin doktorsavhandling om valutamarknadens mikrostruktur. Under hösten 2000 var han ordförande i en expertgrupp tillsatt av finansministeriet i Finland för att utreda åtgärder som främjar stabiliteten av de internationella kapitalflödena.

* En tidigare version av artikeln har publicerats (på finska) i Löntagarnas forskningsinstituts kvartalstidskrift *Talous & Yhteiskunta* (Ekonomi & Samhälle), 2/2001.

ten skulle ge den inhemska penningpolitiken rörelseutrymme då de korta räntorna kan avvika från motsvarande utländska räntor utan att räntedifferensen gör det lönsamt att exportera eller importera kapital. Om kapitalrörelserna inte reagerade på små ränteskillnader skulle centralbankerna ha större möjligheter att kontrollera växelkursutvecklingen och minska växelkursosäkerheten. Och inte nog med det, transaktionsskatten skulle också ge betydande intäkter som kunde användas för viktiga globala ändamål, till exempel för att bekämpa fattigdomen eller den globala miljöförstörelsen.

Hösten 2000 var jag ordförande i en expertgrupp som tillsatts av finansministeriet i Finland för att utreda vilka åtgärder som främjar stabila och störningsfria internationella kapitalrörelser. Arbetsgruppens rapport offentliggjordes i slutet av november (Berglund, Honkapohja, Mikkola & Suvanto [2001]). Rapportens slutsats var att en transaktionsskatt på valutahandeln inte löser något av de problem som den avsetts inverka på. Den ökar inte det nationella penningpolitiska handlingsutrymmet och inverkar inte som sådan på växelkurserna. Även om den möjligen begränsade ultrakorta och rent spekulativa kapitalrörelser skulle den också göra alla andra kapitalrörelser, såsom finansieringen av utrikeshandeln och riskhanteringen vid utländsk finansiering, mycket dyra. Skatten skulle emellertid inte hindra spekulativa angrepp mot en valuta vid förväntningar om en växelkursförändring i endast en riktning. Några särskilt stora intäkter som kunde användas till att lösa globala problem skulle transaktionsskatten inte heller ge. För att avhjälpa problemen i det internationella finanssystemet är Tobinskatten således fel medicin.

Denna artikel försöker förklara varför Tobinskatten är fel medicin. Avsnitt 2 argumenterar för varför det är vilseledande att sätta likhetstecken mellan kapitalflöden och valutatransaktioner. Avsnitt 3 ger

några fakta om valutahandels omfattning och karaktär. Avsnitt 4 och 5 diskuterar Tobinskattens potentiella roll för att avvärja valutakriser, öka den penningpolitiska autonomin och främja stabila valutakurser. Avsnitt 6 förklarar varför Tobinskatten inte skulle medföra betydande intäkter. Avsnitt 7 avslutar artikeln med att konstatera att eftersom Tobinskatten är ineffektiv i förhållande till de mål som har ställts upp för den, är debatten om skattens tekniska eller politiska genomförbarhet av sekundär betydelse.

2. Kapitalrörelser och valutahandel

I nästan allt som skrivits om Tobinskatten har man felaktigt satt likhetstecken mellan kapitalrörelser och valutahandel. Med kapitalrörelser avses gränsöverskridande placerings- och finansieringsverksamhet, medan valutahandel innebär valutaväxling mellan två parter.

En betydande del av kapitalrörelserna härrör på ett eller annat sätt från utrikeshandelsbetalningar. Redan det faktum att leveranser och betalningar sker vid olika tidpunkter ger upphov till gränsöverskridande skulder och fordringar. Då dessutom betalningstiderna inom utrikeshandeln finansieras med hjälp av olika finansiella instrument och utrikeshandelsföretagen skyddar sig mot kurs- och ränterisker framkallar en enda utrikeshandelstransaktion ofta en hel serie gränsöverskridande finansiella transaktioner. Likaså utlöser enskilda kapitalrörelser utan direkt samband med finansieringen av utrikeshandeln en hel kedja av finansiella transaktioner. Exempelvis betalas utländska företagsköp sällan kontant på en gång, utan de kräver invecklade finansiella transaktioner. En bank som beviljar en inhemsk kund en kredit i utländsk valuta måste likaså i regel köpa valutan från utländska banker och rent av i flera omgångar, eftersom upplåningen vanligen är kortfristigare än utlåningen.

Debatten om Tobinskatten har fokuserat särskilt på de kortfristiga kapitalrörelserna. I betalningsbalansstatistiken skiljer man inte längre på kort- och långfristiga kapitalrörelser. En sådan distinktion har blivit godtycklig. Direktinvesteringarna kan i huvudsak betraktas som långfristiga. Av portföljinvesteringarna är investeringarna i aktier och obligationer i princip långfristiga. I praktiken behöver det inte vara så, eftersom det på en likvid marknad är möjligt att sälja innehaven när som helst.

Utöver direktinvesteringar och portföljinvesteringar innehåller betalningsbalansstatistiken den heterogena posten ”övriga investeringar”. I dessa ingår bland annat långfristiga krediter mellan multilaterala internationella organisationer och stater. Posten omfattar också de kapitalrörelser som betalningstiderna inom utrikeshandeln ger upphov till och som vanligen är kortfristiga. En stor del av ”övriga investeringar” utgörs dock av finansiering förmedlad av banker. Då bankerna fungerar som finansförmedlare tar de vanligen inga växelkursrisker. Verksamheten är således inte spekulativ. En uppdelning av den finansiering som bankerna förmedlar i kort- respektive långfristiga kapitalrörelser är godtycklig också därför att maturiteten i bankernas utlåning i regel är längre än maturiteten för upplåningen. Refinansieringen av utländska krediter sker på interbankmarknaden, dvs den institutionella marknaden för internationellt kapital. Den handel som sker där är i huvudsak kortfristig.

Interbankmarknadens enorma omfattning och likviditet är en förutsättning för att utrikeshandelsföretagen, investerarna, fonderna och statliga upplåningsorgan skall kunna skydda sig mot växelkurs- och ränterisker. Då marknaden är mycket likvid är det också möjligt att förvärva spekulativa positioner utifrån förväntningar om kurs- eller ränteförändringar. En transaktionsskatt som gör det mycket dyrt att ta spekulativa positioner skulle

också göra det mycket dyrt att genomföra finansiella utrikeshandelstransaktioner och skydda sig mot risker.

Största delen av alla kapitalrörelser sker mellan de utvecklade länderna. Detta gäller alla typer av kapitalrörelser. U-ländernas kapitalrörelser är oavsett riktning marginella jämfört med kapitalrörelserna i den utvecklade världen. U-länderna har dock systematiskt nettoimporterat kapital. De har fått ta emot en ständigt växande ström av direktinvesteringar. Också nettoinflödet av portföljinvesteringar till u-länderna har varit betydande och har hela tiden ökat. De övriga kapitalrörelserna har tidvis varit stora i bägge riktningar. De reflekterar tydligt den kapitalflykt som förekommit särskilt i samband med valuta- och finanskriser.

Utrikeshandelsbetalningar och dithörande finansiella transaktioner, utländsk upplåning, utländska investeringar och riskhanteringen i samband med alla dessa transaktioner ger upphov till valutahandel, dvs behov att växla en valuta till en annan. Valutahandel och kapitalrörelser är dock två helt skilda saker.¹ Gränsöverskridande kapitalrörelser förekommer exempelvis mellan euroländerna men ger inte nödvändigtvis upphov till valutahandel. Bland annat kan ett företagsköp betalas med aktier i köparföretaget. Om säljaren beslutar att behålla aktierna uppstår ingen valutahandel. Inte heller utrikeshandelstransaktioner resulterar alltid i valutahandel. Valutahandel behövs till exempel inte om importören har bankkonto i exportörens valuta.

Sambandet mellan valutahandel och kapitalrörelser är vagt också ur en annan synvinkel. Valutahandel innebär inte nödvändigtvis alltid en kapitalrörelse. Någon kapitalrörelse uppstår exempelvis inte när två Londonbanker växlar valuta sinsemellan. I valutahandeln bankerna emellan är

¹ Grunderna till teorin om valutahandelns mikrostruktur ingår i min doktorsavhandling, Suvanto [1993].

överföringarna normalt mindre än det totala beloppet valutatransaktioner eftersom endast nettot av transaktionerna avvecklas.

Däremot är det sant att en enskild valutatransaktion oftast framkallar flera andra valutatransaktioner eller kapitalrörelser. När en kund erbjuder sin bank ett större belopp valuta, köper banken inte valutan i placerings syfte utan för att fortast möjligt sälja den till en annan kund med vinst. Vinsten består av skillnaden mellan köp- och säljkursen. Om ingen lämplig kund dyker upp söker banken gå ur riskpositionen genom att erbjuda valutan till andra banker. Även i de fall då exempelvis en importföretagskund, för att undvika kursrisken i en framtida betalning, vill köpa ett visst belopp valuta om en månad till i dag avtalad kurs (terminshandel) eliminerar banken sannolikt sin egen kursrisk genom att skaffa valutan redan i dag och placera den i en utländsk bank för en månad. Här uppstår tre transaktioner: ett valutaterminskontrakt mellan banken och kunden, en avistatransaktion mellan den inhemska och den utländska banken och en kapitalöverföring eller placering i en utländsk bank. Ingen av transaktionerna är spekulativ.

3. Valutahandelns omfattning

Internationella regleringsbanken (BIS) har sedan 1989 vart tredje år sammanställt uppgifter om volymen av bankernas valutahandel. De senaste uppgifterna är från april 1998. Enligt BIS statistik uppgick valutahandeln i världen då till 1 500 miljarder US-dollar per dag. I siffran ingår interbanktransaktionerna endast en gång. April 1998 var en rätt normal månad i fråga om valutahandel. Tidpunkten inföll efter spekulationsattackerna i Sydostasien och före Rysslandskrisen.

Under antagande att året har 240 bankdagar blir den årliga handelsvolymen 360 000 miljarder dollar. Jämfört med varuhandeln i världen, 6 000 miljarder dol-

lar år 2000, eller med världens bruttonationalprodukt, 32 000 miljarder dollar, är siffran astronomisk. Med andra jämförelseobjekt åter ter sig siffran mindre imponerande. Exempelvis uppgår enbart interbankbetalningarna i den amerikanska centralbankens system för bruttobetalningar, *Fedwire*, till 2 000 miljarder dollar per dag. Detta gör nästan 500 000 miljarder dollar per år, och då är detta inte alla transaktioner som görs i USA. För jämförelsens skull kan nämnas att värdet av USA:s bruttonationalprodukt utgör ca 10 000 miljarder dollar. De institutionella betalningarna inom euroområdet är också rätt betydande. I januari 2001 förmedlades via Europeiska centralbankssystemets betalningssystem *TARGET* transaktioner till ett värde av drygt 1 200 miljarder euro per dag, varav 500 miljarder euro var gränsöverskridande betalningar.

Att jämföra valutahandeln med betalningssystemen är befogat därför att valutahandeln mellan bankerna i en värld med flera valutor utgör en väsentlig del av det internationella betalningssystemets infrastruktur. Valutornas konvertibilitet och extremt låga transaktionskostnader innebär att varje konvertibel valuta för sin ägare utgör direkt disponibel köpkraft i alla länder med konvertibel valuta.

Tabell 1 visar fördelningen av den dagliga valutahandeln enligt handelspart och typ av valutatransaktion. Av dagsomsättningen på 1 500 miljarder dollar utgör 600 miljarder dollar avistatransaktioner och resten, 900 miljarder dollar, terminstransaktioner. Vid en avistatransaktion sker avvecklingen efter två bankdagar. Vid direkt terminshandel växlas valutan på den avtalade dagen i framtiden till i dag avtalad kurs. I en valutaswap kombineras en avistatransaktion och en samtidigt avtalad motsatt transaktion i framtiden till i dag avtalat pris. På de här valutatransaktionerna finns det ett flertal variationer. Bankerna handlar dessutom med andra valutaderivat, såsom valutaswappar, inklusive ränteswapkontrakt,

och valutaoptioner. Enligt BIS beräkningar uppgick den dagliga transaktionsvolymen av sådana kontrakt i april 1998 till knappt 100 miljarder dollar. I valutahandeln deltar förutom bankerna även auktoriserade valutamäklare som varken ställer priser eller tar egna positioner utan har till uppgift att sammanföra köpare och säljare. Valutaderivat handlas också på en del börser. Dessa transaktioner ingår inte i BIS undersökning.

Tabell 1 Daglig valutahandel, volym, parter och maturitet i april 1998.

	USD mrd	%
Avistahandel	578	100
- andra valutahandlare	347	60
- övriga finansinstitut	121	21
- övriga kunder	110	19
Terminshandel¹	864	100
- andra valutahandlare	562	65
- övriga finansinstitut	155	18
- övriga kunder	147	17
Totalt	1 442	100
Maturitet		
- avista	578	40
- upp till 7 dagar	596	41
- över 7 dagar – 1 år	252	18
- över 1 år	16	1

¹ Inkl direkta terminer och valutawappar.

Källa: BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* 1998, Basel, maj 1999. Tabell E-1.

Över 80 procent av valutatransaktionerna sker inom banksektorn och den övriga finanssektorn. Kunder utanför finanssektorn är motparter bara i knappt 20 procent av den totala valutahandeln. Centralbankernas valutaoperationer ter sig rätt blygsamma i jämförelse med den totala valutahandelsvolymen. Valutahandeln sker i huvudsak mellan bankerna i finanscentra i de utvecklade länderna. London är världens ledande finanscentrum och står för drygt 30 procent av den totala valutahandeln. Efter London kommer New York, Tokyo, Singapore, Frankfurt, Zürich, Hongkong och Paris (Tabell 2).

Tabell 2 Valutatransaktionerna länderfördelade.

	%
Storbritannien	32
Förenta staterna	18
Japan	8
Singapore	7
Tyskland	5
Schweiz	4
Hongkong	4
Frankrike	4
Övriga	18
Totalt	100

Källa: BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* 1998, Basel, maj 1999, Tabell B-5.

Interbankhandelns stora andel av den totala valutahandelsvolymen förklaras av låga transaktionskostnader och bankernas behov att skydda sig mot växelkursrisker. Som jag redan nämnde fungerar bankerna på valutamarknaden som valutahandlare och inte som placerare i kortfristiga instrument. Bankernas valutahandlare ställer de kurser till vilka de är beredda att köpa och sälja valuta. Prissättningen är självfallet beroende av vilka kurser andra valutahandlare ställer samtidigt. Skillnaden mellan köp- och säljkurserna är marginell i valutahandeln mellan bankerna, för huvudvalutorna endast några hundra procent. Detta gör det möjligt att snabbt sälja valutapositioner från kundtransaktioner till andra banker. När sedan de andra bankerna av samma riskhantlingskäl säljer sina positioner vidare ökar antalet transaktioner. På grund av det stora antalet transaktioner är marknaden mycket likvid, vilket är en förutsättning för att transaktionskostnaderna skall kunna hållas låga. Till och med en mycket stor enskild transaktion inverkar då knappast alls på prisnoteringen. På en likvid marknad kan valutahandlarna ställa tvåvägspriser och således vara färdiga att köpa eller sälja omedelbart, eftersom de vet att valutan genast går att få från en annan bank.

Interbankhandelsvolymerna växer också därför att US-dollar används som s k mellanvaluta, dvs bankerna köper andra valutor med dollar. Om exempelvis en kund i en Londonbank vill växla schweiziska franc till svenska kronor, köper banken i regel kronorna med dollar från en svensk bank och växlar kundens franc till dollar med en annan bank. Dollarns roll som mellanvaluta och räkneenhet i valutahandeln förklaras av den amerikanska penningmarknadens enorma omfattning och djup som gör att transaktionskostnaderna är lägst i världen. Dollarns betydelse syns också i handelsstatistiken. Enligt BIS rapport förekom dollarn i över 85 procent av alla valutatransaktioner i april 1998 (*Tabell 3*).

Tabell 3 Valutahandeln i världen valutfördelad.

	%
US-dollar	87
D-mark	30
ECU och ERM-valutor	22
Japanska yen	21
Brittiska pund	11
Schweiziska franc	7
Kanadensiska dollar	4
Australiska dollar	3
Övriga	15
Totalt	200

Procentandelarnas summa är 200 därför att det ingår två valutor i varje transaktion.

Källa: BIS, Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998, Basel, maj 1999, Tabell B-3.

I slutet av *Tabell 1* visas att valutatransaktionerna har rätt kort maturitet. I avistahandeln är maturiteten per definition kort, men korta maturiteter dominerar också i terminshandeln, särskilt i valutawapparna. Jag har redan förklarat varför likhetstecken inte kan sättas mellan valutahandel och kapitalrörelser. Därför vore det ett grovt misstag att av valutahandelns maturitetsstruktur dra den slut-

satsen att kapitalrörelserna till största delen är ultrakorta och spekulativa. Valutahandel är i huvudsak förmedling av utländska betalningar som genererats av utrikeshandeln och kapitalrörelser med skiftande motiv samt riskhantering. Av detta följer att valutatransaktionerna i genomsnitt har mycket kort maturitet.

Med detta är inte sagt att valutahandlarna inte skulle spekulera, dvs medvetet ta positioner utifrån förväntningar om växelkursförändringar. Ett typiskt fall är när handlarna tar en intradagsposition vid förväntningar om någon makroekonomisk nyhet för att försöka förutse den omedelbara effekten på växelkursen. I regel har risken i en sådan position begränsats exempelvis genom ett optionskontrakt med en annan bank. En sådan position görs inte över natten utan banken går ur den genast när nyheten kommit ut. Denna typ av spekulationer, som också de baserar sig på låga transaktionskostnader, kunde elimineras med en transaktions-skatt, men samtidigt eliminerades också möjligheten för kunder utanför banksektorn att till låga kostnader gardera sig mot risker.

4. Transaktionsskatten och räntorna

Förslaget om en transaktionsskatt är i sig enkelt och klart. Tanken är att på alla valutatransaktioner ta ut en liten proportionell skatt. Skatten anses kunna motverka spekulativa kortfristiga kapitalrörelser genom att göra dem dyra. Transaktionsskatten skulle minska avkastningen på kortfristiga utländska placeringar och öka kostnaderna för den kortfristiga utländska finansieringen. En granskning av skattens potentiella avkastnings- och kostnadseffekter är därför på sin plats.

Vi antar att det på alla valutatransaktioner tas ut en proportionell skatt som utgör 0,25 procent av transaktionens värde. På grund av skatten minskar avkastningen på en utländsk 1-årsplacering med en halv

procentenhet, eftersom skatten är 0,25 procent när investeraren köper valutan för den utländska placeringen och likaså 0,25 procent när placeringen tas hem. Med en utländsk 1-årsränta på till exempel 5 procent skulle motsvarande inhemska ränta få ligga på 4,5 procent utan att locka till placeringar i utlandet. Skillnaden förefaller inte särskilt stor men i kortare maturiteter än ett år slår skatten hårdare. Inte ens om den inhemska 3-månadersräntan på årsnivå föll till 1 procent medan motsvarande utländska ränta låg på 5 procent skulle utländska placeringar vara lockande. Följaktligen skulle även en rätt låg skattesats motverka kortfristig kapitalexport, eftersom inte ens stora räntemarginaler i de korta räntorna gör kapitalexporten attraktiv. Likaså kunde skatten skydda mot kortfristig kapitalimport, då kostnaderna för utländska krediter blir större ju högre skatteprocenten och ju kortare maturiteten är. Exempelvis fick den inhemska 1-månadersräntan stiga till närmare 12 procent innan en lika lång valutakredit med en nominell ränta på 5 procent blev intressant. På långfristiga placeringar och lån skulle skatten dock ha endast marginell effekt. Till exempel för ett 5-årslån skulle en skatt på 0,25 procent betyda en stegring i den årliga effektiva räntan på lånet med endast 0,1 procentenheter.

Med de här argumenten har man motiverat Tobinskatten. Den skulle bromsa de kortfristiga kapitalrörelserna utan att inverka på de långfristiga. Samtidigt skulle den nationella penningpolitiken få räntepolitiskt spelrum, eftersom de korta räntorna fick avvika markant från motsvarande utländska räntor utan att kapitalrörelserna påverkade penningutbudet.

Argumenten ger emellertid en förenklad bild av problematiken. För det första kan räntejämförelsen ovan tas seriöst endast om växelkursen antas vara oförändrad under placeringens eller lånets löptid. Till exempel, om skatten är 0,25 procent och den inhemska valutan väntas de-

preciera med bara 2 procent under året, skulle en 1-årsplacering i utlandet vara attraktiv även om den utländska räntan inte var högre än 3,5 procent och den inhemska låg på 5 procent. Om växelkursförändringen förutses inträffa inom tre månader, lönar det sig trots skatten att placera kapital i utlandet även i rent spekulations-syfte till och med om ränteavkastningen är noll. För att hindra kapitalflykt måste de inhemska korräntorna höjas drastiskt. Ingen rimlig skattesats är tillräcklig för att motverka kapitalflykt om sannolikheten för en växelkursförändring är stor. Med andra ord skulle skatten inte ge något skydd mot spekulativa kapitalrörelser.

För det andra skulle skatten även vid antagande om fortsatt stabil växelkurs, då endast kapitalrörelser baserade på ränteskillnader motverkades, öka kostnaderna för utländsk finansiering och minska avkastningen på utländska tillgångar även för alla de aktörer som av diverse andra skäl måste använda utländsk finansiering och hantera riskerna i den.

För det tredje skulle den räntepolitiska självständighet som skatten medför inte vara till någon nytta. Penningpolitikens autonomi är i alla fall obetydlig om växelkursen är fast. Intentioner att använda rörelseutrymmet exempelvis för att hålla de korta räntorna lägre än motsvarande utländska räntor vore en direkt inbjudan till spekulation, som sedan måste bekämpas med hjälp av mycket höga räntor. Då skulle skatten inte spela någon roll.

5. Transaktionsskatten och växelkursosäkerhet

Räntepolitisk självständighet kan uppnås även på annat sätt, till exempel genom att låta valutan flyta. Den symmetriska växelkursosäkerheten vid en flytande kurs är i sig ägnad att motverka spekulativa kapitalrörelser, eftersom den förväntade avkastningen också kan bli en förlust. Däremot ökar den på ovan beskrivet sätt behovet att utnyttja valutamarknaden i

riskhanterings syfte. Samtidigt framkallar den emellertid en annan typ av spekulativ aktivitet: ultrakorta positioner i väntan på ny information. I växelkursfluktuationerna under dagen orsakar detta extra darrningar, vilket dock saknar större betydelse eftersom handeln sker mellan parter med olika förväntningar. Annars blev det ju ingen handel.

Växelkursosäkerhet hör samman med system med flytande kurser. I motsats till vad som ofta påstås har växelkursosäkerheten inte ökat under en regim med flytande växelkurser trots att kapitalrörelserna och valutahandeln vuxit. Mätt med standardavvikelsen i månatliga kursförändringar var kursvolatiliteten på 1990-talet ungefär lika stor som på 1980-talet (Tabell 4). Detta är klart lägre än volatiliteten i aktieindex för att inte tala om volatiliteten i enskilda aktiekurser. Skillnaden jämfört med växelkursvolatiliteten under Bretton Woods-perioden är dock betydande.

Tabell 4 Volatiliteten i växelkurser och USA-aktieindex¹.

	1973-79	1980-89	1990-99
USD/DEM	2,34	3,05	2,55
USD/GBP	1,97	2,80	2,75
USD/JPY	2,24	2,98	3,00
NYSE (MSCI)	4,85	4,68	3,87

¹ Standardavvikelse för månatliga procentuella förändringar, procent.

Jag har ovan redogjort för varför Tobinskatten inte eliminerar möjligheten till spekulativa transaktioner vid fasta men föränderliga växelkurser. Vid flytande växelkurser förekommer inga attacker, men mycket stora växelkursförändringar är givetvis möjliga. Valutan deprecierar sannolikt markant vid plötslig osäkerhet om landets betalningsförmåga eller stabiliteten i landets banksystem. Då spelar varken kapitalrörelserna eller valutahandeln någon större roll, det räcker med att ingen vill köpa valutan. I ett sådant läge

skulle transaktionsskatten inte ha någon som helst betydelse. Den skulle varken hindra en kollaps eller generera skatteintäkter om en sådan inträffade.

Ingenting hindrar dock att skatten tillämpas också vid flytande växelkurser, men då duger inte argumenten att syftet är att säkra räntepolitisk självständighet eller att motverka spekulativa attacker. Argumentet kan inte heller vara att minska växelkursosäkerheten, eftersom den inte är beroende av valutahandelns volym. Vid flytande växelkurser skulle Tobinskatten ha två följder klart i strid med skattens syfte. För det första skulle såväl bankkundernas som bankernas riskhantering och transaktionerna för att sprida riskerna bli ytterst dyra, trots att de behövs just på grund av kursrisken vid flytande växelkurser, dvs för att i icke spekulativt syfte skydda sig mot kursrisker. För det andra skulle likviditeten på marknaden minska med krympande valutahandel, och volatiliteten i växelkurserna skulle med största sannolikhet öka.

Vid flytande växelkurser skulle Tobinskatten inte minska växelkursosäkerheten och vid fasta växelkurser inte eliminera möjligheten för spekulativa attacker. Finns det då något sätt att införa Tobinskatten i ett sådant växelkursystem där kursfluktuationer går att dämpa? Mellan fastkurs-system och system baserade på flytande kurser finns det ju flera mellanformer. En sådan är en målnivå för växelkursen (*crawling peg*) med ett tillåtet variationsintervall (*target zone*). Tysken Paul Berndt Spahn föreslog i mitten av 1990-talet en modell där Tobinskatten tillämpades just i ett sådant system (Spahn [1996]).

Grundtanken i Spahns modell är att så länge växelkursen håller sig inom ett på förhand fastställt fluktuationsband skulle transaktionsskatten vara mycket låg men stiga betydligt genast när kursen når den övre eller den nedre bandgränsen.

Modellen är problematisk i dubbel bemärkelse. Även en låg skattesats skulle minska antalet valutatransaktioner sär-

skilt på interbankmarknaden där transaktionskostnaderna före skatt är mycket låga. Detta skulle sakna betydelse om skattesatsen sattes till noll när växelkursen ligger inom bandgränserna. Skatten skulle tas ut enbart för att göra det möjligt att följa valutatransaktionerna i realtid så att en högre skattesats kunde införas genast när kursen når den övre eller den nedre bandgränsen.

En hög skatt vid bandgränsen kunde dock leda till att likviditeten på valutamarknaden försvann i ett slag och valutahandeln helt och hållet upphörde. Att växelkursen når den nedre bandgränsen är nämligen ett tecken på ett större intresse att köpa (för inhemsk valuta) än att sälja utländsk valuta. Hur skulle införandet av en hög skatt i ett sådant läge öka utbudet av utländsk valuta (för att växlas till inhemsk) så att kursen började förstärkas? Om de som vill köpa valuta inte finner några motparter uppstår ingen valutahandel och systemet bryter samman.

Skattesanktionen i sig kan inte hålla kursen inom bandgränserna. Om centralbanken intervenerar vid bandgränsen uppstår utbud och kursen kan appreciera. Ett sådant system skiljer sig emellertid inte väsentligt från ett fastkurssystem. Den penningpolitiska autonomi är mycket begränsad. Spekulative attacker är sannolika om bandgränserna kan ändras och om den ekonomiska politiken inte på ett trovärdigt sätt är i linje med växelkursmålet.

6. Skatteintäkten

Om intäkten av transaktionsskatten har det förekommit skiftande bedömningar. Uppskattningarna har varierat mellan 50 och 1 000 miljarder dollar.

Intäkten beräknas genom multiplicering av skatteprocenten med skattebasen. Om skatteprocenten kan göras exakta antaganden. Vid beräkning av skattebasen måste beaktas att skatten påverkar volymen av valutahandeln och därmed skatte-

basen. Ju högre skatteprocenten är desto mindre blir skattebasen. Därför måste man också beräkna transaktionskostnaderna före skatt och priselasticiteten, dvs hur valutahandeln reagerar på högre transaktionskostnader.

Transaktionskostnaderna kan mätas med skillnaden mellan köp- och säljkurser. Inom valutahandeln mellan bankerna är skillnaden mellan köp- och säljkurserna för huvudvalutorna marginell, några hundradels procent. I valutahandeln mellan bankerna och deras kunder är skillnaden något större, medan den vid växling av resevaluta är betydande, flera procentenheter. Om elasticiteten finns inga statistiska estimat, men erfarenheten av stämpelskattens inverkan på aktiehandeln och observationer om minskade valutahandelsvolymen i lägen då skillnaden mellan köp- och säljkurserna vuxit till följd av tillfälligt ökad osäkerhet tyder på att elasticiteten är betydande.

I den rapport som finansministeriets expertgrupp lämnat presenteras exempelberäkningar av skatteintäkterna med olika kombinationer av skatteprocenter, transaktionskostnader och elasticiteter. Antaget att transaktionskostnaderna är de nuvarande, att priselasticiteten i valutahandeln mellan bankerna är större än ett och i valutahandeln mellan bankerna och företagen mindre än ett och att skattesatsen är en promille blir den årliga skatteintäkten cirka 70 miljarder dollar. Även denna siffra är dock i överkant, då stegringen i transaktionskostnaderna före skatt för kunder utanför banksektorn på grund av den försvagade likviditeten på interbankmarknaden inte tagits med i beräkningarna. Att valutahandeln flyttar till skatteparadisen har inte heller beaktats.

Varje typ av skatt skall betalas av någon. Som mest skulle transaktionsskatten minska den institutionella valutahandeln, dvs transaktionerna på interbankmarknaden, med marginella skatteintäkter som följd. Största delen av skatteintäkterna skulle genereras från valutahandeln mel-

lan bankerna och deras icke-internationella företagskunder, som i regel är tvungna att ty sig till bankerna och som handlar med relativt små valutaposter. Stora internationella företag som inte är beroende av valutamarknaden kan vid behov använda en enda valuta för sina transaktioner, och valutaväxlingskostnaderna och transaktionsskatten skulle då drabba andra parter. I det avseendet skulle skatten fungera regressivt.

7. Genomförbarhet och verkliga problem

Tanken på en transaktionsskatt har fått stöd därför att initiativtagaren var den amerikanske professorn och nobelpristagaren i ekonomi James Tobin. En nobelpristagare kan väl inte komma med dåliga förslag? Andra nobelpristagare i ekonomi, såsom den amerikanske professorn Merton Miller och den kanadensiske professorn Robert Mundell, har emellertid utdömt förslaget med starka analytiska argument. I en intervju för den franska tidningen *Liberation* i juli 2000 kallade Mundell Tobinskatten för en idiotisk idé (Mundell [2000]).

Nobelpristagare behöver inte nödvändigtvis komma med realistiska och genomförbara förslag. Det räcker med att deras förslag väcker debatt och att förslagets genomförbarhet stöts och blöts i debatten. Tobin själv har ansett att det allra bästa alternativet vore en enda valuta för hela världen, men eftersom världen inte är mogen för det, har han som näst bästa alternativ föreslagit en transaktionsskatt. Mundell åter har försvarat tanken på en gemensam valuta för hela världen och betraktar det förslaget rentav som genomförbart.

För EU-länderna tog det över 15 år att nå politisk överenskommelse om minimiharmonisering av beskattningen av ränteinkomster, och frågan är inte ännu heller slutbehandlad. Den ekonomiska och monetära unionen kunde dock genomfö-

ras betydligt snabbare. Eftersom Europa inte har lyckats fatta några viktiga beslut på beskattningens område men har kunnat införa en gemensam valuta, kan man då tänka sig att det internationella samfundet, som inte kan nå samförstånd om en nedskärning av miljöutsläppen, skulle kunna nå samförstånd om en global transaktionsskatt men inte om en gemensam valuta? Knappast. Tanken på en gemensam valuta i hela världen är ändå fascinerande. Då skulle det varken finnas valutahandel eller valutakriser men nog internationella kapitalrörelser och potentiella bank- och finanskriser.

Frågan om Tobinskattens genomförbarhet är dock sekundär. Jag har här framfört argument varför Tobinskatten inte minskar växelkursosäkerheten, inte hindrar valutakriser, inte ökar det ekonomisk-politiska oberoendet eller ens ger några större intäkter. Varför söka planera åtgärder som inte har den önskade verkan?

Debatten om Tobinskatten har emellertid varit nyttig då den uppmärksammat problemen i de fattiga länderna. En verklig anledning till oro är att kapitalrörelserna från de utvecklade länderna till tillväxtländer snarare är för små än för stora. Utan utvecklade länders besparingar kan u-länderna varken investera, växa eller öka sitt välstånd. Det är fråga om globala problem och för att lösa dem krävs internationell samordning, gemensamma spelregler och en genuin vilja hos alla parter. Det behövs en bred debatt om dessa frågor. En fixering enbart på Tobinskatten avleder uppmärksamheten från de verkliga problemen.

Referenser

Berglund, T, Honkapohja, S, Mikkola A & Suvanto, A, [2001], *Promoting the Stability of International Capital Movements*, Research Reports 1/2001, Finansdepartementet, Helsingfors. Kan laddas ned från <http://www.vn.fi/vm/english/other/tr12001.pdf>

- Mundell, R, [2000], "La taxe Tobin est une idée idiote". Uppsatt av Pascal Riché, *Liberation*, 3 juli 2000.
- Spahn, P, [1996], "The Tobin Tax and the Exchange Rate Stability", *Finance & Development*, juni 1996.
- Suvanto, A, [1993], *Foreign Exchange Dealing: Essays on the Microstructure of the Foreign Exchange Market*, ETLA A19, Näringslivets forskningsinstitut, Helsingfors (doktorsavhandling).