

KLAS EKLUND

NR
34

Tobinskatten

– ett medel söker sitt mål

ISBN 91-7566-497-6



9 789175 664972

PEJLING



TIMBRO

Denna skrift är en omarbetad och utvidgad version av ett anförande i riksdagens finansutskott den 3 april 2001. Tack till Pernilla för vassa och kloka synpunkter.

© Författaren och AB Timbro 2001

Omslag: Formgivningsverket

Omslagsfoto: Chris Thomaidis/Tony Stone

Sättning: Ateljé Typsnittet L&R AB, Stockholm

Tryck: Elanders Gotab, Stockholm 2001

ISBN 91-7566-497-6

ISSN 1402-9391, NR 34

Timbro, tel 08-587 898 00, fax 08-587 898 55

www.timbro.se

info@timbro.se

INNEHÅLL

Inledning	5
Den globala finansmarknaden	7
Stor valutahandel	11
Svänger marknaden för mycket?	17
Spekulation	21
Tobinskatten	25
10 argument mot en Tobinskatt	29
Slutsats	49
I stället	51
Ordlista	55
Litteraturtips i urval	59

Inledning

BÖR VALUTAHANDELN BESKATTAS? Det tycker regeringens samarbetspartier vänstern och miljöpartiet, som båda har motionerat om en sådan skatt. Centerpartiet har begärt en utredning om frågan och socialdemokraterna är splittrade. Som bekant är också en sådan så kallad Tobinskatt (döpt efter den amerikanske ekonomen James Tobin) första krav i Attacs program.

Många är oroliga över både storleken och svängningarna på finansmarknaderna. Det är inte konstigt att man söker ett medel att lugna ned marknadens rörelser. Men min uppfattning är att finansmarknaderna gör mer gott än ont, och att man noga måste analysera olika reformförslag, så man inte kastar ut barnet med badvattnet.

Man bör börja med att definiera *vilket problem* man vill lösa, och *därefter* arbeta fram de *medel* som skall nå målet. Det första förslaget om Tobinskatten kom i en annan tid och för andra

ändamål – för 30 år sedan, i samband med att efterkrigstidens samarbete kring fasta växelkurser bröt samman. Det var en tid med reglerade nationella kapitalmarknader och syftet med förslaget var att minska volatiliteten (svängningarna) kring de fasta kurserna. Men jag tror inte att det medlet fungerar i dagens valutamarknader, som ser annorlunda ut än de gjorde för 30 år sedan.

Jag hävdar att Tobinskatten inte uppnår sitt huvudmål – att reducera volatiliteten på valutamarknaderna. Den för dessutom med sig många oönskade bieffekter. Min slutsats blir därför att skatten är ett dåligt medel att reformera marknaderna. Samma slutsats har dragits av en rad utredningar. Ändå diskuteras nu förslaget igen. Jag får intrycket att diskussionen om Tobinskatten alltför ofta utgår från själva *medlet* som många tycker låter bra – tänk, en skatt på finansmarknader, som riktar sig mot slemma spekulanter och som kan ge mycket pengar – och som man därför letar motiv för. Men det är ett bakvänt sätt att resonera.

Den här skriften är upplagd på följande sätt. Inledningsvis ges en kort beskrivning av dagens finansmarknader och i vilket sammanhang förslagen om Tobinskatten presenterats. Därefter ägnas huvuddelen av skriften åt en kritisk diskussion av Tobinskatten som ett medel att verkligen nå de mål dess förespråkare vill. Slutligen diskuteras andra åtgärder som är mer effektiva.

Den globala finansmarknaden

DAGENS FINANSMARKNADER har växt fram under det senaste kvartsseklet. Fram till början av 1970-talet var de flesta finansiella marknader i västvärlden reglerade på olika sätt – i Sverige styrdes t ex både räntorna och utlåningsvolymerna hårt av Riksbanken. De nationella finansmarknaderna var separerade från varandra, eftersom också *valutamarknaderna var reglerade*. I det internationella valutasystem som rådde under 1950- och 60-talen (det s k Bretton Woods-samarbetet) var växelkurserna fasta, valutarörelserna reglerade (i Sverige bestämde Riksbanken vilka valutatransaktioner som fick göras) och valutafonden IMF fungerade som en sorts yttersta kontrollant som hjälpte de nationella centralbankerna att värna de fasta kurserna.

Detta system bröt ihop under 1970-talet, av flera skäl. Oljekriserna skapade spänningar med stora över- respektive underskott i de olika ländernas handel. Tillväxttakterna i de olika

länderna skilde sig åt. Tillsammans medförde de faktorerna att de fastlåsta växelkurserna allt mindre återspeglade riktiga relationer mellan valutorna. Till detta kom att systemets ”ankare” – den amerikanska dollarn – blev allt mer instabilt, bl a eftersom USA finansierade Vietnamkriget via sedelpressarna, och andra länder (inte minst Frankrike) protesterade mot detta. Mot slutet av 1960-talet inträffade flera dollarkriser.

Efter upprepade valutakriser gav de ledande länderna i början av 1970-talet upp försöken att skydda växelkurserna, och övergick i stället till *rörliga kurser*. De stora valutorna började flyta mot varandra.

Samtidigt skedde stora omvälvningar på de *nationella* finansiella marknaderna. Många stater – däribland Sverige – bedrev en politik som ledde till stora budgetunderskott. Dessa underskott måste täckas med upplåning; staterna tvingades därför ut på kapitalmarknaderna för att låna upp stora summor. När valutorna samtidigt började flyta behövde exportörer och importörer nya finansiella instrument och marknader, både för att växla valuta och för att skydda sig mot svängningar i växelkurserna.

Tekniken att genomföra sådana transaktioner utvecklades snabbt. Dels tog *teoriutvecklingen* ett språng; ekonomerna började analysera hur nya sorters värdepapper (t ex optioner, som är kontrakt om framtida leverans) skulle prissättas för att korrekt kunna värdera risker och förväntningar. Dels genomgick själva *tekniken* att genomföra omförande transaktioner en snabb

utveckling. Mikrochips och snabb utbyggnad av telekommunikationer gjorde att information på ett helt annat sätt kunde spridas och avslut göras även över stora geografiska avstånd.

Så föddes en snabbt växande global finansmarknad, där valutahandeln blev det smörjmedel som knöt samman de nationella finansiella marknaderna. De tidigare förhärskande regleringarna – tillkomna under depressionen och världskriget – tedde sig i denna snabbväxande miljö allt mer obsoleta. Gradvis avskaffades de, i de flesta länder under 1980-talet.

Hur fungerar finansmarknaderna?

De finansiella marknaderna spelar en stor roll i den moderna ekonomin. Man brukar säga att de har tre huvuduppgifter.

- De *förmedlar krediter* och slussar överskottsmedel från olika sektorer och sparare till de sektorer och låntagare som har underskott. Finanssektorn knyter alltså ihop sparare med investerare. Detta är viktigt, eftersom det möjliggör för företag att investera och planera långsiktigt utan att i varje läge ha exakt balans mellan intjäning och utgifter. Utan kreditmarknaden skulle produktion och investeringar därför bli avsevärt lägre. Kreditmarknaden möjliggör också för enskilda att låna och spara och flytta resurser från en fas i livet till en annan.
- Det finansiella systemet ser också till att *betalningssystemet* fungerar. Nästan alla transaktioner inbegriper någon sorts betalning, och finansmarknaderna utgör ett transportsystem för dessa pengar. Det är viktigt att detta system fungerar snabbt och billigt.
- Finansmarknaderna erbjuder också möjligheter att *omfördela och sprida risker*. Det kan ske direkt via försäkringar och försäkringsbolag, men också genom att särskilda värdepapper köps och säljs på marknaderna. Genom att en sparare sparar i olika sorters värdepapper – inte lägger alla ägg i samma korg – kan hon uppnå riskspridning och bli mindre sårbar. Genom att köpa och sälja särskilda instrument ("terminer", "optioner" etc) för leverans av tillgångar i framtiden till olika avtalade priser, kan företag och institutioner handla med risk. Den som vill ha mindre risk kan avyttra den, medan den som vill ta på sig mer risk kan göra det. Det underlättar för olika sorters investeringar att komma till stånd.

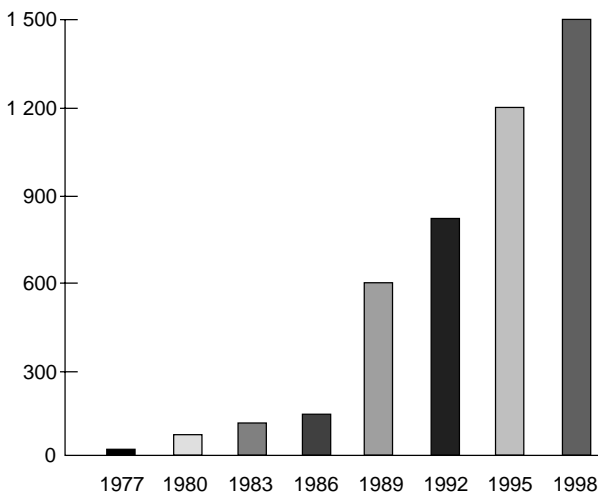
Finansmarknaderna har växt kraftigt i alla utvecklade länder. I Sverige arbetar ca 80 000 personer i den finansiella sektorn – banker, försäkringsbolag, betalkortsservice, fondförvaltning m m. Finanssektorns andel av BNP är 4 procent. Det är större än byggnadssektorn och fem gånger mer än jordbruket.

Stor valutahandel

RESULTATET HAR BLIVIT en sant *global marknad*. Det är nu möjligt för nästan vem som helst att praktiskt taget var som helst köpa eller sälja vilken sorts värdepapper som helst och att snabbt byta en tillgång i en valuta mot någon annan tillgång i en annan valuta.

Omsättningen på denna marknad har vuxit snabbt – långt snabbare än vad någon kunde föreställa sig när processen tog fart för 30 år sedan. Omsättningen på den globala valutamarknaden har hundrafaldigats. Den totala omsättningen på de finansiella marknaderna är nu 60–70 gånger större än omsättningen på varumarknaderna.

Daglig omsättning i den internationella valutahandeln, mdr USD



KÄLLA: BIS

Den amerikanska *dollarn* dominerar valutahandeln. Nästan hälften av alla transaktioner 1998 rörde en växling mellan dollarn och någon annan valuta. Sedan dess torde dollarns andel ha fallit eftersom den nya valutan euro bildats, dock finns ännu ingen tillförlitlig statistik över 1999–2000. *London* är den största internationella handelsplatsen, med *New York* på andra och *Tokyo* på tredje plats. Även *Singapore*, *Hongkong* och *Schweiz* är viktiga länder för valutahandel.

För många ter sig den enorma omsättningen på valutamarknaden obegriplig, nästan skrämmande. Det kan vara svårt att förstå hur valutahandeln kan vara så mycket större än handeln med varor, tjänster och andra värdepapper – och de som argumenterar för en skatt brukar framhålla just omsättningens storlek som något särskilt graverande.

Men egentligen är det inte så konstigt att valutamarknaden är omfattande. Skälet är tvåfaldigt.

- För det första att valutahandeln är ett *nödvändigt mellanled* i den internationella handeln med alla varor och tjänster. Varje företag som exporterar eller importerar måste utföra valuta-transaktioner, detsamma gäller för en pensionsfond som vill köpa eller sälja utländska aktier – för att affärerna skall kunna genomföras måste i båda fallen valuta växlas. I statistiken bokförs dessutom varje valutatransaktion – till skillnad från praxis på andra marknader – två gånger: dels som köp av en valuta, dels som försäljning av en annan.
- För det andra är valutakurserna numera – sedan Bretton Woods-systemets sammanbrott – rörliga. Men den som exporterar och importerar varor, köper utländska aktier eller bara turistar utomlands vill normalt inte ta risken att få dyrare räkningar på grund av oönskade valutavängningar. Därför har en omfattande valutahandel utvecklats som syftar till att *minska och fördela riskerna* för oväntade valutaroelser på olika motparter. Den största delen av denna handel sker som framgår av rutan

nedan mellan bankerna (i *interbankledet*) och är defensiv till sin karaktär, d v s dess syfte är att minska valutarisken.

Detta betyder att varje export- eller importaffär, oavsett om det gäller varor, tjänster eller värdepapper, ger upphov till en hel serie valutatransaktioner (som dessutom räknas dubbelt i varje led). Det är skälet till att omsättningen på valutamarknaden ter sig så gigantisk i förhållande till varuhandeln för sig, tjänstehandeln för sig o s v.

Hur fungerar valutahandeln?

Antag att ett svenskt exportföretag – låt oss kalla det Ikeasson – säljer lastbilar till USA. De intäkter som kommer från den försäljningen är i dollar, men eftersom Ikeasson har huvuddelen av sin tillverkning i Sverige måste det växla dessa dollar till kronor för att kunna betala löner och skatter i Sverige. Konkret måste företaget alltså sälja dollar och köpa kronor.

Det kan göras på två sätt. Atingen kan Ikeasson sälja sina dollar så fort de kommit in, på den s k *avista-* eller *spotmarknaden*. Eller också vill man försöka planera sina exportintäkter framöver, och då kan man sälja sina dollar på den s k *terminsmarknaden*, vilket innebär att man avtalar om försäljning av dollar mot kronor i framtiden, till en avtalad växelkurs. På det sättet kan Ikeasson redan i dag försäkra sig om att intäkterna, mätta i svenska kronor, inte urholkas av oväntade valutaförändringar. En terminsaffär av detta slag (det finns många sätt att utforma dem) är således en sorts försäkring.

Den naturliga motparten för Ikeasson är en bank – låt oss kalla den FSEB. FSEB genomför dollarköpet mot en avgift, som normalt i handeln med stora valutor är 0,02 procent. Om Ikeasson vill terminssäkra 10 miljoner kronor tar banken alltså 2 000 kronor i avgift för transaktionen och för att ta på sig Ikeassons *valutarisk*, d v s den risk som ligger i att valutakursen kan röra sig och orsaka oväntade förluster. När FSEB köper Ikeassons dollar övertar banken den risken. Bankens valutarisk ökar därmed – såvida inte en annan av bankens kunder i samma ögonblick gör en lika stor transaktion i motsatt riktning, så att bankens valutainnehav blir oförändrat.

En del av banksystemets uppgift är just att överta och reducera valutarisk från exportindustrin. Men det är inte alls säkert att den valutarisk som den enskilda banken FSEB nu fått är den som man helst skulle vilja ha. I detta läge kommer FSEB därför sannolikt att försöka återställa den valutarisk man hade från början. Man slussar helt enkelt

vidare en del av dollarintäkterna till andra företag eller banker som behöver växla åt andra hållet. En första, stor växling ger därigenom upphov till en kedjereaktion av många små och stora växlingar, där bankerna sinsemellan försöker utjämna riskerna, så att de var och en i slutänden blir sittande med den valutarisk (den sammansättning av sina respektive valutainnehav) som de bedömer som önskvärd.

Samma sak händer vid alla valutaväxlingar – när SIDA växlar kronor till utländsk valuta för att ge bistånd, när AP-fonderna köper utländska aktier, när vi köper utländska försäkringar och när bolåneinstitutet lånar utomlands. Detta är det viktigaste skälet till att valutahandeln blir så omfattande och att den blir många gånger större än den underliggande handeln med varor, tjänster och värdepapper.

Svänger marknaden för mycket?

UNDER SENARE ÅR har en rad *finansiella kriser* ägt rum i världen, både i rika länder och u-länder. Under 1980-talet genomgick den amerikanska sparbanksrörelsen en djup kris – i Sverige hade vi bankkrisen i början på 90-talet; Tokyos bostads- och börsbubbla sprack ungefär samtidigt; under 1992–93 bröt flera sammankopplade valutakriser ut i Västeuropa – där även den svenska kronan drogs in; 1995 kom en valuta- och finanskris i Mexiko; 1997 Asienkrisen och 1998 Rysslandskrisen; 1999 upplevde även Brasilien en valutakris. Och till detta kan vi naturligtvis lägga kraschen för IT-aktierna år 2000.

För många människor ter sig säkert flera av dessa kriser som närmast obegripliga i sin våldsamt och oberäknelighet. Det är lätt att suggestivt koppla samman dem med den snabba ökningen av valutahandeln som har beskrivits ovan – även om den stora volymen valutahandel inte alls har med ”spekulation” att göra.

Även bland ekonomer finns en omfattande debatt om valuta- och finansmarknadernas svängningar och i vilken utsträckning de skapar problem för tillväxt och sysselsättning. Den dominerande uppfattningen är att fria finansmarknader är en nödvändig förutsättning för ekonomiskt välstånd: kreditgivning, finansiering, smidiga valutaväxlingar, möjlighet att försäkra sig mot olika risker, frihet att placera i olika tillgångar ger en mer effektivt fungerande ekonomi. Därför är det viktigt att åtgärder mot överdrivna svängningar inte skadar finansmarknadernas och ekonomiernas sätt att fungera.

Finansiella marknader har svängt genom alla tider. Det grundläggande skälet är att priset på finansiella tillgångar är osäkert eftersom det baseras på *förväntade händelser*, dvs på uppfattningen om vad som kan tänkas ske i framtiden. En akties pris avgörs av vilken *förväntad* framtida lönsamhet företaget i fråga har. Priset på en obligation avgörs av hur obligationens ränta utvecklas i förhållande till den *framtida* marknadsräntan.

Detsamma gäller valutans värde – växelkursen. Men här blir osäkerheten om möjligt ännu större eftersom växelkursen skall avspegla efterfrågan och utbudet på en viss valuta i förhållande till andra valutor, vilket avgörs av en lång rad olika osäkra faktorer: hur landets utrikeshandel förväntas utvecklas i förhållande till konkurrenternas, hur handeln med värdepapper i den valutan (både obligationer och aktier) kommer att utvecklas – något som i sin tur beror på framtida vinster, framtida relativ tillväxt och inflation i det landet i förhållande till andra länder.

Finansmarknaderna påverkas således starkt av förväntningar om framtiden. Ny information kan snabbt slå igenom på tillgångspriserna. Det allmänna stämmningsläget kan i tider av pessimism medföra överdrivet nedpressade priser, under boom och hausse blir effekten den motsatta. Ibland kan *bubblor* uppstå, där priserna lämnar ekonomiska fundamenta långt bakom sig. Då köper placerare på sig tillgångar (aktier, obligationer, valutor) trots att de är medvetna om att priserna är för höga – men litar på att de kan sälja i tid, före de andra. Resultatet blir naturligtvis att när stämmningsläget till sist vänder, försöker alla sälja samtidigt varpå priserna rasar – ibland långt under det som är ett rimligt värde.

Men detta är inget nytt. Den här typen av excesser har förekommit under hundratals år, och har i sig ingenting med avregleringar eller globala valutamarknader att göra. Den mest berömda tidiga bubblan var tulpanlökshysterin i Holland under 1600-talet, när priset på en enda sällsynt lök kunde uppgå till många årslöner. Under senare decennier har vi sett bubbliknande rörelser på både börser, valutamarknader och fastighetsmarknader.

Det finns ett växande forskningsfält i skärningen mellan finansiell ekonomi och ekonomisk psykologi, som studerar varför detta beteende kan uppstå. Resultaten antyder att svängningar som dessa är djupt rotade. Mycket tyder på att vi människor inte är så rationella som ekonomernas modeller antar, precis som i övriga livet kännetecknas vårt agerande på finans-

marknaderna av *ofullständig information* och framför allt av *selektivt utnyttjande* av informationen. Vi vill ogärna realisera förluster. Ofta blir vi ”hemmablinda”, d v s vi tolkar inkommande information till vår fördel så länge som möjligt – tills vi till slut ger upp och säljer. Vi är också starkt mottagliga för vad andra tycker och tror, vilket medför att vi som investerare ofta *rör oss i flock*. Det gör att marknaderna rör sig knyckigare och i större steg än vad som för en ekonom ter sig rationellt.

Den engelske ekonomen Keynes karakteriserade träffande finansmarknaderna som en ”skönhetstävling” – men där den vinner som bäst kan förutspå vilken flicka de andra finner vackrast. Poängen är att hela marknaden ofta svänger kortsiktigt utifrån vad man tror är det allmänna stämningläget – eller vad man tror att *andra* tror om stämningläget. Psykologi och *flockbeteende* är därför viktiga för marknadernas kortsiktiga agerande. Den som på något sätt kan påverka flokken kan därför tjäna stora belopp.

Spekulation

HÄR GÄLLER DET att hålla isär å ena sidan den stora volymen dagliga rörelser, som oftast är defensiva – när företag och valuta-handlare försöker sprida riskerna och skydda sig mot oönskade marknadsrörelser – och å andra sidan stora, spekulativa rörelser. Sådana karakteriseras av att många handlare och placerare *medvetet* försöker ändra på tillgångens (eller valutans) pris, genom att aktivt köpa eller sälja i syfte att själva påverka priset – och tjäna på detta. Sådana rörelser bottnar ofta i att marknadsaktörer anser att en tillgång är *felvärderad i ett långsiktigt perspektiv*, och att dagens pris därför på ett eller annat sätt måste förändras påtagligt.

Typexemplet är när en fast växelkurs efter hand blir allt mer missvisande och så småningom måste ändras. Det kan vara fallet t ex när ett land har mycket högre inflation än det land till vilket valutan är kopplad (som fallet var med Sverige i förhål-

lande till Tyskland under 1970- och 80-talen). Förr eller senare blir valutan då övervärderad och måste devalveras, d v s skrivas ned. Om marknaden är övertygad om att en devalvering måste komma, kan valutaspekulation bli mycket lönsam. Om valutan i fråga skrivs ned med 10 procent tjänar den som har satsat rätt 10 procent på ett ögonblick – och mycket mer om man belånat insatsen eller använt sig av olika typer av derivatinstrument. Omräknat till avkastning på årsbasis kan vinsten blir extremt hög, detta i bjärt kontrast till den vardagliga valutahandeln där ju marginalen är extremt låg.

Så gott som alla de valutakriser som nämndes ovan – i Europa i början på 90-talet, och i Mexiko, Asien, Ryssland och Brasilien några år senare – framkallades av att marknadsaktörer tyckte sig se felaktigt satta växelkurser som måste ändras. Det intressanta är således att denna typ av spekulativa attacker avviker kraftigt från den vanliga, dagliga sortens valutahandel, och att den faktiskt ofta är *långsiktig* i den meningen att den baseras på en analys av vilken växelkurs som är rimlig i det långa loppet. Dessa stora rörelser har således inte sin grund i den vardagliga valutahandeln, som oftast är mer defensiv.

Hur tjänar spekulanten pengar?

Utgångspunkten är att personen eller institutionen – låt oss kalla den Suros – är övertygad om att en valuta – t ex pundet – är *övervärderad*. Det kan bero på att inflationen är för hög i förhållande till andra valutor. Det kan också bero på att landet har svaga offentliga finanser, stort underskott i sin utrikeshandel eller en rad andra faktorer som pekar på att landet skulle må bra av en lägre värderad valuta. I bedömningen ingår också ofta en politisk värdering: Om Suros ser att landets regering och centralbank i liknande lägen ofta har devalverat tidigare, kan man anta att samma recept används också den här gången.

Antag nu att Suros är övertygad om att pundet kommer att devalveras med 10 procent, och att han vill ta chansen att tjäna pengar på det. Då kan han spekulera mot pundet, t ex på följande sätt: Han köper en miljard pund på termin – till en kurs som ligger under dagens (för höga) nivå. Dessa pund säljer han avista till dagens kurs (det är ofta med de pengarna han betalar terminköpet). Då uppstår ett *valutautflöde*, som dels sätter press på centralbanken att agera, dels upplyser andra om att något är på gång. Om andra blir övertygade att en devalvering är nära kommer fler att börja sälja ut pund, dels i defensivt syfte för att skydda sina exportintäkter, men i några fall kanske också för att försöka tjäna pengar à la Suros. Ju fler som säljer av, desto större blir valutautflödet – och desto dyrare blir det för centralbanken och samhällsekonomin att bromsa utflödet. Det krävs nämligen mycket höga räntor för att stoppa en spekulativ attack (minns att den svenska Riksbanken försökte stoppa ett utflöde med 500 procents ränta hösten 1992 – och det räckte ändå inte), och så höga räntor är farliga för tillväxten och sysselsättningen.

Om en devalvering till slut kommer, har spekulanten tjänat grova pengar. Han har sålt pundet till den högre kursen och köpt till den lägre. Om devalveringen blir 10 procent och affären har tagit en vecka att slutföra blir vinsten den veckan 10 procent – dvs i detta fall 100 mil-

joner. Omräknat till avkastning på årsbasis är det en avkastning på över 500 procent. Genom att öka belåningsgraden kan avkastningen höjas ännu mer (det är dessa höga avkastningsnivåer som gör att centralbankerna måste pressa upp räntorna så högt om de skall kunna skrämma bort spekulanterna). Detta förutsätter dock att Suros har räknat exakt rätt på *när* devalveringen sker. Om den inte blir av eller sker vid någon annan tidpunkt, kan han förlora hela insatsen.

Tobinskatten

DET URSPRUNGLIGA FÖRSLAGET om omsättningskatt på valutahandel lades fram i ett läge då just de spekulativa attackerna mot fasta växelkurser stod i fokus. Men förslaget kom vid en tidpunkt när den typ av valutahandel som diskuterats ovan knappast fanns – omsättningen vid början av 1970-talet var, som framgick av diagrammet ovan, bara någon hundradel av vad den är i dag. Professor James Tobin (sedermera nobelpristagare i ekonomi, 1981) tog upp tanken vid ett seminarium 1972, d v s just under den period när det tidigare fasta växelkurssamarbetet inom Bretton Woods-systemet knakade i fogarna och då flera valutor tycktes felvärderade och inbjöd till spekulativa attacker.

Tobin menade att stora och snabba rörelser på valutamarknader minskade de enskilda ländernas möjlighet att driva en egen ekonomisk politik. Den lösning han ville se var i första hand ökad ekonomisk integration med *gemensam valuta* och ge-

mensam penning- och valutapolitik (alltså den typ av process som några år senare skulle leda fram till den europeiska valutaunionen EMU). Tobin trodde dock inte att den lösningen var praktiskt genomförbar i stor skala. Som en ”*second best*”-lösning diskuterade han därför olika sätt att ”kasta lite grus i maskineriet i de övereffektiva finansmarknaderna”.

Ett sätt att störa marknaderna skulle vara att införa en omsättningsskatt på valutatransaktioner. Konkret föreslog Tobin att *köp och försäljning av valuta på avistamarknaden skulle beskattas med 1 procent*. I och med att varje transaktion drabbas av en skatt, blir snabba, korta affärer (under hög omsättning) relativt sett dyrare. Den som ofta köper och säljer valuta skulle ju tvingas betala mer skatt än den som gör få transaktioner. Därmed skulle, hoppades Tobin, andelen kortfristiga affärer minska. Växelkurserna skulle därmed, antog han, bli mindre volatila, och bättre återspegla valutans underliggande värde.

Förslaget låg i träda under flera år. Tobin utvecklade det själv i ett föredrag 1978, och påpekade då att en dylik skatt måste byggas på *internationella överenskommelser*. Om ett enskilt land försöker införa en sådan skatt på egen hand flyttar valutahandeln bara till länder utan skatt. Tobin föreslog också att intäkterna av skatten borde samlas in och kontrolleras av *IMF* eller *Världsbanken*.

Därmed fick politikerna upp ögonen för denna potentiella skatteälla. Både Brundtlandkommissionens rapport om hållbar utveckling, och den rapport om FN:s framtid där Ingvar Carlsson deltog, uttryckte förhoppningar om en Tobinskatt

som ett sätt att finansiera FN:s verksamhet.

Under 1990-talet har diskussionen intensifierats. FN:s utvecklingsorgan UNDP finansierade 1996 ett seminarium om Tobinskatten, vilket har dokumenterats i boken *The Tobin tax – coping with financial volatility*. I den reviderade Tobin sitt ursprungliga förslag på flera sätt. Han sänkte radikalt den föreslagna skattesatsen från 1,0 till 0,1 procent, för att undvika att skatten blir högre än den normala marginalen för valutaväxlingar. Han underströk också att skatten, om den skall fungera, inte bara kan tas ut på avistamarknaden utan också måste gälla den sk derivatmarknaden (terminer, optioner, swapar och andra kontrakt som rör kvittning av affärer och kontrakt rörande framtida leverans). En skatt bara på avistamarknaden skulle nämligen medföra att handeln flyttar till derivatinstrument.

Under det senaste året har skatten än en gång kommit i focus då den franska Attac-rörelsen haft den som första punkt på sitt program: själva namnet Attac härrör faktiskt från detta skatteförslag (**A**ssociation for the **T**axation of **F**inancial **T**ransactions for the **A**id of **C**itizens). Det bör dock påpekas att James Tobin själv tydligt har visat motvilja mot att på detta vis förknippas med Attac, som han anser är en frihandelsfientlig organisation. Oavsett nobelpristagarens olust inför att bli politiskt exploaterad är det dock ett faktum att hans ursprungliga förslag, via dessa krokiga vägar, nu har landat som motioner (från v och mp) också i den svenska riksdagen. Det finns därför skäl att granska förslaget närmare.

10 argument mot en Tobinskatt

INGET LAND I VÄRLDEN har infört en Tobinskatt, trots att den debatterats i snart tre decennier. Kanadas parlament har i allmänna ordalag uttalat sig för en dylik skatt, men landets regering driver inte frågan. Tobinskatten har utretts i en rad sammanhang – under senare år bl a av Europaparlamentet och finansdepartementet i Finland. Överallt har resultatet blivit detsamma: utredningarna har avrått från att införa en Tobinskatt. Även om man kan hysa sympati för målen och flera av tankarna i förslaget, är slutsatsen att skatten inte skulle fungera. Den är inte något bra medel för att nå de uppsatta målen.

Skälen är många. Här följer 10 argument mot en Tobinskatt.

1. *Det är inte alls säkert att skatten ger lägre volatilitet*

Huvudargumentet för skatten är att den genom att minska omfattningen på valutaväxlingarna – framför allt de ”korta” affärerna – skall minska svängningarna på marknaden. Den hypotes som skatteförslaget bygger på är alltså att den snabbt växande volymen valutahandel skulle ha orsakat svängningarna, och att omsättningen därför bör minskas.

Men det finns faktiskt inga belägg för detta! Svängningarna på valutamarknaderna (mätt som volatiliteten i växelkurserna) ökade märkbart i samband med Bretton Woods-systemets sammanbrott i början av 1970-talet, d v s just när Tobin kom med sitt första förslag. Men trots att både varu- och valutahandel har ökat kraftigt sedan dess – valutahandeln har som påpekats hundrafaldigats – har valutavolatiliteten (mätt som standardavvikelsen för valutärörelserna mellan de stora valutorna) legat på i stort sett samma nivå. Tabellen nedan visar att man *inte alls kan se någon markant ökning av valutavolatiliteten* mellan dollarn å ena sidan och D-marken, pundet eller yenen å den andra, trots den enorma ökningen av transaktionsvolymen under samma period. Man kan dessutom notera att valutavolatiliteten under hela perioden har legat klart under New York-börsernas volatilitet.

Volatilitet för växelkurs och börs 1973–1999

	1973–1979	1980–1989	1990–1999
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	4,85	4,68	3,87

KÄLLA: FINLANDS FINANSDEPARTEMENT

Den viktiga poängen är att *valutakursernas rörelser inte tycks hänga samman med transaktionsvolymen* på valutamarknaden. Om något kan man argumentera för det motsatta: god likviditet har sänkt transaktionskostnaderna och medfört lägre pris på försäkring mot valutarisk. Det är remarkabelt att spreadarna (skillnaden mellan köp- och säljkurser) krympt kraftigt, de ligger nu (för eurodollarmarknaden) oftast på bara två hundra delar procent!

I diagrammen visas kursutvecklingen på de två viktigaste delmarknaderna under de senaste 30 åren, nämligen handeln i dollar/D-mark respektive dollar/yen. Diagrammen bekräftar slutsatsen från tabellen: det går inte alls att urskilja att volatiliteten skulle ha ökat i takt med omsättningen.

Detta illustrerar det som har sagts ovan: valutahandeln sker i stora volymer mellan professionella handlare, som normalt handlar med mycket små marginaler. De arbetar vanligen inte för att ta position (d v s ”spekulera” mot någon speciell valuta)

Växelkurs sedan 1971
Dollar mot D-mark



Växelkurs sedan 1971
Dollar mot yen



utan för att sprida riskerna vidare – delvis för att så få placerare normalt vill ta på sig valutarisk. Det ger en djup och likvid marknad, där transaktionsvolymen i sig lika mycket tycks minska svängningarna som öka dem.

Om målet är att minska svängningarna på valutamarknaden är medlet således inte att minska den totala omsättningen. Tobinskatten är i den meningen ett dåligt medel. Låt oss då titta närmare på hypotesen att skatten skulle slå särskilt mot vissa flöden – de ”spekulativa”, destabiliserande.

2. Det är inte säkert att Tobinskatten slår mot ”spekulanterna”

Syftet med skatten sägs vara att bestraffa kortsiktig valutaspekulation. Och konstruktionen med dubbel skatt (i både köp- och säljleden) på alla valutatransaktioner betyder att kortsiktiga affärer (sådana som ”vänds” snabbt) beskattas hårdare än långsiktiga. Det stämmer.

Men det är inte alls säkert att den tekniken slår mot just ”spekulanterna”. Valutamarknaden fungerar, som vi har sett ovan, inte som de flesta andra marknader. De flesta affärer är korta och sker i interbankledet eller direkt mellan valutahandlarna i flera led, med extremt små marginaler. Denna handel fortgår oavsett vem som är ”slutkunden” – oavsett om det är George Soros eller IKEA. Olika empiriska undersökningar visar att även ”långsiktiga” slutkunder i praktiken ofta deltar i den kortsiktiga

handeln lika intensivt som ”spekulanterna”, detta för att dra nytta av eller försäkra sig mot snabba förändringar, ny information och andra rörelser som ändrar förutsättningarna. Syftet – också för de korta affärerna – är normalt att *undvika* och *sprida* risk, inte att ta på sig mer.

Att slarvigt använda begreppet ”spekulant” i nedsättande ordalag är för övrigt något som man bör undvika. Om min lillasyster vill spara pengar i en pensionsfond i USA, och fonden väljer att valutasäkra placeringen för att separera valutarisken från börsrisken, gör det henne till spekulant? Om SKF vill terminssäkra sina exportintäkter, är de då spekulanter?

Det är alltså inte så att korta affärer självklart är mer spekulativa än långa. Ett medel som straffar just de korta är därför inte särskilt effektivt, om det är volatilitet eller spekulation man vill åt. Den slutsats som har dragits av de flesta som utrett Tobinskatten är att det i praktiken är *omöjligt för lagstiftaren* att skilja mellan ”spekulativ” valutahandel, å ena sidan, och ”fundamental” eller ”långsiktig” handel, å den andra.

3. Skatten kan drabba fel flöden och öka volatiliteten

Faktum är att Tobinskatten mycket väl kan *öka* volatiliteten i stället för att, som avsett, minska den. Ett skäl är att skatten inför en *tröskel*, då transaktionskostnaderna stiger och priset på försäkring mot valutarisk ökar. Om den förväntade vinsten ligger under tröskeln uteblir transaktionen, om den förväntade

vinsten ligger över denna tröskel genomförs transaktionen trots skatten.

Ingen vet hur detta påverkar marknadens rörelser. Det är fullt möjligt att den löpande dagliga valutahandeln och försäkringsverksamheten torkar upp, medan de stora spekulativa attackerna mot växelkurserna kvarstår, eftersom de – om de lyckas – ger vinster långt över ”tröskeln”. I så fall kan resultatet mycket väl bli *ökad* – inte minskad – ryckighet. Om den dagliga handeln minskar så mycket att resultatet blir *försämrad likviditet* – d v s att det blir svårare att snabbt finna motparter till affärerna – kan effekterna bli klart negativa, med både ökad ryckighet och vidgade marginaler som följd.

Ingen av de ekonomer som analyserat frågan har hävdat att de stora valutakriserna under 1990-talet (ERM-krisen 1992–93, Mexiko 1995, Asien och Ryssland 1997–98) kunde ha förhindrats av en Tobinskatt. De berodde inte på den dagliga korta valutahandeln utan hade som bakgrund en helt annan problembild, med olika makroekonomiska svårigheter: osund långivning, dåliga statsfinanser m m, antydde felprissatta fasta växelkurser, vilka attackerades av såväl ”korta” spekulanter som ”fundamentalister” – de senare med långsiktiga argument om valutans värde och långsiktig felprissättning.

Det paradoxala är således att just de exempel på ”spekulation” som brukar framhållas i debatten i själva verket ofta är exempel på kontroverser om *långsiktiga* makrofrågor – vilket Tobinskatten omöjliggör kan hantera. Också här visar sig skatten vara ett dåligt medel att uppnå det åsatta målet.

4. *Tudelad skatt – etter værre*

Alltså: Svårigheten att skilja olika sorters transaktioner ger en uppenbar risk att Tobinskatt skulle slå just mot de vardagliga, löpande transaktionerna, medan de ”stora klippen” – då en valuta sänks via spekulatión – inte stoppas av Tobinskatten. Detta eftersom vinsterna av en lyckad spekulativ attack – då en fast växelkurs släpps och en valuta devalveras – med råge överskrider skattekostnaden.

Några förslagsställare har insett detta dilemma och försökt lösa knuten genom att föreslå olika sorters differentierade Tobinskatter. Det mest diskuterade försöket är ett förslag från professor Bernd Spahn i Världsbankens tidskrift *Finance & Development* 1996 om en ”*tudelad*” Tobinskatt. Då blir skatten på valutahandel låg inom ett visst band, men så fort valutarörelserna går utanför detta band och affärerna därmed bedöms som ”spekulativa”, stiger skatten. Skatten avses med andra ord skydda ett system med *fasta växelkurser*, och syftet är att nagla fast dem som vill spekulera mot en valuta.

Men alla de tekniska problem som vidlåder den vanliga Tobinskatten finns kvar och förvärras än mer med detta förslag. Hur skall man konstruera dessa nya tröskelvärden så att de blir likvärdiga för alla olika instrument: spot, derivat och swapar? Ingen vet. Hur skarpa skall trösklarna bli? Ingen vet. Hur skall skattemyndigheterna kontrollera dem? Ingen vet. Spahn ger själv inget svar på dessa frågor. Han säger bara att skatten skall fastställas utifrån ”väletablerade kvantitativa kriterier” – dock utan att ange vilka dessa är eller hur det skall gå till.

Och hur skall bandet kring valutans ”normala” värde bestämmas? Ta vårt eget land som exempel. Vi har rörlig växelkurs. Skall den överges? Vem skall då ta på sig att spika vad kronan egentligen borde vara värd? Hur då? Mot vilka valutor? Är kronan i eller utanför detta band nu? Och om den avviker – skall skatten användas för att föra den till det ”rätta” värdet?

Dessa frågor visar att skatten i Spahns värld egentligen är ett *penningpolitiskt instrument*. Han hoppas till och med, säger han, att denna skatt skall kunna ersätta andra instrument som en centralbank använder för att skydda en fast växelkurs, såsom stödköp och interventioner på valutamarknaden.

I praktiken betyder detta att skattelagstiftaren ger sig in på penning- och valutapolitikens domäner. Skulle ett dylikt system införas i vårt land betyder det att Sverige går till fast växelkurs igen – av skatteskal! Riksbankens självständiga ställning skulle vi i så fall kunna glömma, liksom det hittills så lyckosamma inflationsmålet – detta eftersom det inte går att både ha inflationsmål och växelkursmål. En Tobinskatt av detta slag skulle med andra ord få mycket vittgående konsekvenser.

Riksdagsledamöterna skulle dessutom behöva bli valutaexperter, och snabbt och löpande ta ställning till om trösklarna för ”rätt” valutavärde överskrids och huruvida detta föranleder skatteingripanden etc. Det bör också understrykas att allt detta måste ske samtidigt som skattesatsen skall överenskommas globalt och dessutom sättas så att spot- och terminshandel fungerar neutralt . . .

Det säger sig självt att den typen av hybridskatt *inbjuder* till spekulation snarare än motverkar den. Just det faktum att en högre skattesats träder i funktion utgör en *tydlig signal* till valutahandlarna att kronan är i farozonen. Det medför en stark lockelse att ta position mot kronan och hoppas på att fler hänger på. Risken är med andra ord stor att en sådan skattekonstruktion lockar fram hajarna snarare än skrämmer bort dem.

5. En Tobinskatt måste vara global

Slutsatsen av mina fyra första argument är att Tobinskatten ger *oönskade effekter på finansmarknaderna*. Den kan drabba likviditeten i den dagliga handeln, höja kostnaderna för valutaförsäkring och transaktioner – men sannolikt inte hejda stora spekulationsvågor.

Den är med andra ord ett *dåligt medel* att nå de åsyftade målen. Det är för mig det viktigaste skälet att säga nej till förslaget.

Men därutöver tillkommer att skatteförslaget *knappast är genomförbart i praktiken*. Skattebasen finansiellt kapital är lätt rörlig. Det gäller också skattebasen finansiella transaktioner, handeln sker elektroniskt – i cyberspace – och kan registreras var som helst. Om skatten på dessa transaktioner ej blir global flyttar handeln, eller åtminstone den plats där den virtuella transaktionen bokförs. Ju högre skatt desto större drivkraft att flytta. Och ju högre skatt i några länder desto större drivkrafter för andra att inte införa skatten – detta för att kunna locka till

sig valutahandeln, i synnerhet som finansiella tjänster är ett högproduktivt och högt betalt område.

Att det är så vet vi av egen erfarenhet. I Sverige finns det konkreta åskådningsexemplet *valpskatten*. Därom kan jag ge besked, ty jag var med. Som planeringschef i Finansdepartementet var jag 1987 med om att belägga omsättningen på bl a aktier och obligationer med skatt. Skälet var – det kan väl erkännas nu i efterhand – inte så mycket att vi trodde skatten skulle fungera väl, utan att den var en del i en kohandel med LO. Om LO fick en skatt på de förkärtrade ”finansvalparna” så kanske facket skulle stödja en större och viktigare skattereform som var i faggorna – trodde vi.

Valpskatten blev emellertid ett totalt misslyckande. Den gav som följd att en stor del av värdepappershandeln flyttade till London; räntemarknaden som då omfattade 35 miljarder kr krympte till 5 miljarder – omsättningen minskade alltså med 85 procent! Även aktiehandeln drabbades. Intäkterna blev lägre än väntat och så småningom avskaffades skatten, saknad av ingen.

Nu kanske en Tobinskatt inte behöver täcka *alla* jordens länder. Men en skatt på valutaväxling *måste omfatta åtminstone världens stora finansiella centra* – London, New York, Frankfurt, Tokyo m fl. Det torde också vara en förutsättning att IMF stadfäster den som ett krav för medlemskap i valutafonden. Då kan kanske också ett antal off-shore-centra och skatteparadis dras in i notvarpen. Men notera att för detta krävs en artikeländring av IMF:s stadga – vilket förutsätter kvalificerad majoritet.

Hur man än vrider och vänder på detta kommer man inte ifrån att en Tobinskatt kräver uppslutning från USA (med skattesänkaren Bush i Vita huset!), IMF, EMU, London, Japan – och från gnomerna i Schweiz. Alla dessa skall alltså fås att acceptera en ny skatt på finansiella transaktioner – som av regeringarna i dessa länder betraktas som både väsentliga och svårbeskattade.

Erfarenheterna talar emot att detta är genomförbart. Se bara hur svårt det är att få EU-medlemmarna att enas om en skatt på gränsöverskridande räntesparande. Och en Tobinskatt är en betydligt besvärligare fråga: EU-kommissionen anser att den *strider mot Romfördraget*. Detta eftersom fördraget förbjuder åtgärder som diskriminerar och bromsar de fria varu- och kapitalrörelserna – vilket Tobinskatten uppenbarligen gör.

6. Det är svårt att definiera – och beskatta – skattebasen

Tobinskatten är dessutom mycket svår att applicera rent tekniskt. Skattebasen är nämligen inte bara geografiskt utan också ”funktionellt” rörlig. Genom att finansiella transaktioner kan utformas på många olika sätt, öppnas stora möjligheter för marknadsaktörer att *gå runt* skatten – eller vältra över den på andra – genom att ändra det sätt på vilket de utför transaktionerna. Dessutom är det inte helt enkelt att avgöra vilka som är skattskyldiga.

Skattebasen blir av allt att döma full av *undantag*; rimligen måste centralbankernas, riksgäldskontorens och olika internationella organisationers valutatransaktioner undantas. Men gäller det fullt ut? Vad händer om någon av dessa någonstans i världen vill inlåta sig i en affär som av någon annan skulle betraktas som ”spekulativ”? Vem blir överdomare? Och hur skall man se på ”halvoffentliga” organ som AP-fonder och stiftelser? Hur är det med SIDA? Rädda Barnen? Lutherhjälpen? Vem avgör vilka av dessa som skall få skydda sin valutahandel? Och hur skall man nå uppgörelser om liknande organisationer i andra länder?

Knappt hälften av transaktionerna i världens valutahandel i dag utgörs av avistahandel. Men en växande andel utgörs av olika sorters *derivat*: optioner, terminer, swappar etc. Denna derivathandel är ofta mer komplicerad. Att bara beskatta spot-handeln betyder omedelbart att handeln med derivat vidgas. Att beskatta derivathandeln symmetriskt med spothandeln är å andra sidan svårt, eftersom transaktionerna kan omfatta flera mellanled som måste analyseras var för sig. Den ovan nämnde professor Spahn föreslog därför att derivathandeln skulle åläggas en skattesats som är hälften av avistahandelns. Men flera skattesatser medför ännu fler komplikationer i systemet.

Vad handlarna kommer att försöka göra – för att undvika skatten – är att ”*simulera*” *valutahandel*, d v s att försöka genomföra de nödvändiga transaktionerna utan att använda valutan i sig. På detta område kommer de att visa stor påhittighet,

inte minst för att transaktionskostnaderna och spreaden är så låga; när även en låg skatt slår direkt mot lönsamheten blir det lönsamt att försöka gå runt skatten genom att formellt undvika avista- och kontantuppgörelser.

Modern, sofistikerad teknik gör det faktiskt möjligt att handla med obligationer i olika valutor, men *utan att genomföra själva valutaväxlingen*, man kan till och med handla i varor och råvaror som växlas mot varandra utan att några formella valutaavslut görs. Och man kan naturligtvis *räkna av* ("netta") *fördringar* på varandra i olika valutor eller andra tillgångar utan att formellt genomföra själva växlingen. Banker med regelbundna transaktioner har nettingavtal, som kan innebära att man räknar ut genomsnittspriset per transaktion och dag och nettar dem en gång om dagen. Självklart kan den typen av avtal utvidgas och breddas i syfte att undgå skatt.

I detta ligger två problem. För det första att det skulle innebära en rörelse tillbaka mot bilateralism i utrikeshandeln – något som frihandelssträvandena sedan andra världskriget velat bryta. För det andra att mer komplexa derivatinstrument kan bli mer svåra att förstå och därmed öka dolda risker i valutahandeln.

Mot den bakgrunden kan man förstå att den undersökning som gjordes av Europaparlamentet för några år sedan uppgivet drog slutsatsen att lagstiftaren här skulle hamna i samma situation som Alice i Underlandet: enbart för att befinna sig på samma fläck måste hon springa snabbare och snabbare.

7. Skatteintäkterna är osäkra

Att Tobinskatten har en rörlig skattebas och dessutom är extremt komplicerad att administrera gör att vi inte vet hur den skulle uppnå det andra målet som brukar anges – att utgöra en stor skattekälla.

Osäkerheten beror på att vi inte har några praktiska exempel på hur marknaderna skulle reagera på en sådan transaktionskatt. I fallet valpskatten i Sverige flyttade skattebasen till London; sannolikt skulle effekterna på valutamarknaderna bli ännu större, eftersom marginalerna på den dagliga handeln är betydligt mindre än de var för den svenska börshandeln.

Poängen här är – återigen – att skattebasen är flyktig, både geografiskt och funktionellt. Handeln flyttar både till obeskatade länder och lägre beskattade instrument. Hur mycket vet vi inte. Men rimligen blir effekten omfattande, eftersom transaktionskostnaderna i valutahandeln är extremt små. Om marginalen är 0,02 procent och den totala skatten i köp- och säljledet skulle uppgå till 0,1 procent (vilket ofta föreslås) blir skatten långt högre än marginalen! Självfallet ger en så stor förändring effekt på volymerna.

Den utredning som det finska finansdepartementet gjorde för en tid sedan uppskattade att den mest likvida handeln – i interbankledet – kan minska med över 80 procent om en transaktionskatt på 0,1 procent införs. Nu vill de flesta som föreslår en Tobinskatt visserligen undanta interbankhandel från beskattning, men även andra som har gjort kalkyler är överens om att

den totala transaktionsvolymen kan minska med upp emot 50 procent.

Beroende på olika antaganden om elasticiteten (känsligheten för pris- och kostnadsändringar) landade den finska utredningen i totala skatteintäkter på *mellan 70 och 175 miljarder dollar*. Andra bedömare har hamnat både lägre och högre. Den viktiga slutsatsen är att vi inte vet. Det enda vi kan vara säkra på är att vi hamnar långt under de fantasibelopp på flera tusen miljarder dollar som en del entusiaster hävdar, men som inte har tagit i beaktande att skattebasen krymper så fort skatten sätts i sjön.

8. *Inga progressiva fördelningseffekter*

Nästa fråga är vem som i slutänden betalar skatten. En vanlig uppfattning är att en Tobinskatt skulle betalas av ”spekulanterna”. Det är rätt i så måtto att en mindre del av de vinster som kan göras vid en spekulativ attack mot en valuta dras in i skatt. Men den största delen av skatteintäkterna skulle antagligen komma från den vardagliga valutahandeln – även om denna skulle krympa – och denna handel är, som vi har sett, normalt inte spekulativ. *Proportionellt* lär skatten slå hårdast mot de skattebetalare som har svårast att undkomma skatten – vilket blir de som står för de små valutaväxlingarna; små banker, småföretag och enskilda personer. Det är faktiskt fullt möjligt att skatten i den meningen skulle verka *regressivt*.

Även då stora banker, valutahandlare och storföretag skulle

behöva betala skatten för de valutatransaktioner som blir kvar återstår frågan om skattens *incidens*, d v s vem den till sist drabbar. Det är ett faktum att den som formellt betalar en skatt inte alltid är den som står för den slutliga kostnaden, det beror ju på huruvida skattebetalaren kan *övertältra* skattens kostnader på någon annan. Så är ju som bekant fallet med bolagsskatten; även om det i den politiska retoriken talas om en skatt på ”företaget” vet vi att de som *de facto* betalar skatten är de anställda och kunderna; detta eftersom företagen i en global världsekonomi kan föra vidare kostnaderna för skatten via löne- neddragningar eller prishöjningar.

Det är en helt öppen och okänd fråga huruvida också en Tobinskatt kan övertältras på detta sätt. Min gissning är att så kan ske – och i så fall blir det inte ”spekulanterna” som betalar skatten utan vanligt folk: *kunder och anställda*.

Den slutsatsen förstärks om man tar hänsyn också till att transaktionskostnaderna i valutahandeln ökar, och att detta i slutänden rimligen höjer priserna på internationellt handlade varor och tjänster. Det bör i detta sammanhang påpekas att sämre fungerande marknader skulle kunna medför något högre räntor. Möjligheterna för pensionssparare m fl att sprida sina risker försämras. Allt detta är kostnader som bör beaktas då man diskuterar en Tobinskatt.

9. *Krångligt att driva in och fördela*

Ytterligare ett par icke oväsentliga frågor återstår, nämligen hur en Tobinskatt skall drivas in och fördelas. Att den måste vara (så gott som) universell har redan berörts, annars flyttar bara skattebasen. Men om det osannolika skulle inträffa att alla viktiga finansiella centra i världen lägger på en skatt på valutatransaktioner så börjar nästa problem, nämligen att bli överens om hur intäkterna skall användas.

Om nationella skattesystem skall uppbära skatten kommer intäkterna framför allt att hamna i de länder som har betydande *finansiella centra*, d v s USA, Storbritannien, Schweiz, Tyskland och Japan – alltså i några av världens rikaste länder. Om vi antar att skatten tas in i proportion till var handeln äger rum i dag skulle inte mindre än en tredjedel av skatteintäkterna hamna i Storbritannien och nästan en femtedel i USA. Det är alltså inte alls så att en Tobinskatt automatiskt skulle medföra en överföring av medel till världens fattiga, som ofta hävdas.

För att detta skall ske måste världens stora valutaländer komma överens om att *ge upp sin nationella suveränitet* över dessa skatteintäkter – vilket, milt uttryckt, förefaller svårt mot bakgrund av t ex skattedebatten inom EU, skatteparadisens åstundan att locka till sig skattebaser, president Bushs agenda samt samtliga rika länders motvilja att öka bistånd och bidrag till internationella organisationer.

Frågan om vem som skall hantera medlen och hur de skall fördelas är fortfarande obesvarad. Rimligen blir det ett *över-*

nationellt organ, vilket förefaller som en ödets ironi, eftersom min gissning är att många som förespråkar en Tobinskatt i andra sammanhang mycket starkt ogillar den typ av övernationella organ som kan bli aktuella. IMF (som Tobin föreslog)? Världsbanken? Knappast Attacs cup of tea. FN? Med dess historia av ineffektiva program? Något helt nytt organ? Administrerat av vem? Frågan söker ett svar.

Alla dessa frågetecken gör för övrigt att vänsterpartiets fördelningspolitiska argument för Tobinskatten – att den skulle bidra till *ökad jämställdhet* – förefaller minst sagt långsökt. Det går inte att visa att skatten skulle medföra en överföring av pengar eller makt från män till kvinnor. För mig förefaller det argumentet snarare vara ett exempel på det som nämndes i inledningen, nämligen hur ett medel som låter bra (skatt på ”spekulanter”) behängs med allehanda ändamål i efterhand.

10. Kräver allvisa och filantropiska politiker

Av det som ovan har sagts följer att skatten, för att kunna implementeras som tänkt, kräver kompetenta och kloka politiker – i alla länder. Skattelagstiftaren måste kunna sätta rätt skattesatser på rätt typ av instrument, likaså känna till hur marknaderna reagerar och veta vilka skattesatser som måste till för att neutralisera skillnader mellan olika derivat. Skatterna måste också snabbt kunna ändras i takt med att marknadens uppfinningsrikedom skapar nya instrument. Skatterna skall sättas så

att penningpolitiken inte störs. Och – ej att förglömma – detta skall göras på global nivå, efter förhandlingar med amerikaner, fransmän och ryssar...

Politikerna måste också bygga ett administrativt system som förmår kontrollera denna skatt, från enskildas köp av turistvaluta till storbankernas och exportföretagens stora volymer. Och även detta måste naturligtvis vara globalt.

Slutligen måste politikerna också kunna komma överens – globalt – om hur skatteintäkterna skall drivas in, administreras och fördelas. Och se till att intäkterna verkligen når de världens fattiga som man vill ge stöd.

Slutsats

DET ÄR MÅHÄNDA överkill att dra slutsatsen explicit. Men låt mig ändå göra det. Bakom Tobinskatten må ligga goda avsikter. Men skärskådar man hur den praktiskt skulle fungera visar den sig vara ett dåligt medel att nå de uppsatta målen:

- *Det finns inga belägg för att sådan skatt skulle minska volatiliteten på valutamarknaderna.*
För det första för att det inte finns något systematiskt samband mellan omsättning och volatilitet.
För det andra för att skatten riskerar att införa nya trösklar som i själva verket ökar volatiliteten.
För det tredje för att skatten knappast avhåller spekulanter från att attackera felvärderade valutor.
- *Det finns inget som säkerställer att ”spekulanterna” får betala skatten.*

För det första för att skatten inte kan skilja spekulanter från fundamentalister.

För det andra för att även långsiktiga investerare agerar med korta valutaaffärer.

För det tredje för att skatten kan undvikas genom geografisk flytt eller genom att utveckla nya instrument.

För det fjärde för att skatten med säkerhet kommer att i stor utsträckning övervältras på konsumenter och anställda.

- *Skatten är extremt svår att implementera.*

För det första för att den måste vara global.

För det andra för att det är svårt att sätta skattesatser som i global skala ger neutrala effekter på spot- och derivatmarknaderna.

För det tredje för att indrivning och fördelning ställer höga krav på politisk god vilja – återigen i global skala.

- Och slutligen: *intäkterna är osäkra* eftersom skattebasen är rörlig – på flera sätt.

Tobinskatten är således en skatt som måste genomföras i global skala, är extremt svår att tillämpa, vars effekter vi inte vet så mycket om, vars intäkter är osäkra och där vi inte vet hur de skall användas.

FÖR EN TID SEDAN var jag inbjuden till riksdagens finansutskott för att som inkallad expert i en hearing ge min syn på Tobinskatten. Jag redovisade mina invändningar – i stort sett som skett här ovan – och hoppades på en hård och relevant diskussion om sakfrågorna.

Därav blev dock intet. I stället fick jag frågor om min partitillhörighet (!) och fick lyssna till moraliserande kritik av ”spekulanter”. De som talade för skatten gjorde det inte med sakargument utan med två motiveringar. För det första att Tobinskatten blivit en ”symbol” för rättvisdebatt i den globala ekonomin och för det andra att den skulle innebära att ”politiken” flyttar fram sina positioner.

De motiven håller inte. Huvudinvändningen mot Tobinskatten är att den är ett dåligt medel att nå ett vällovt mål; att skatten måhända har blivit en symbolfråga bidrar inte ett vitten

till att göra den mer effektiv. Inte heller kan det vara ett mål i sig att flytta fram "politikens" positioner så där i största allmänhet. Att bedriva dålig och ineffektiv politik gynnar knappast "politiken". Det viktiga är inte att bedriva "politik" i största allmänhet utan att bedriva en bra och verkningfull politik.

Brist på alternativa medel att nå målen föreligger ju inte.

Om målet är att öka välståndet i och föra över resurser till tredje världen är *frihandel på jordbruksvaror och ökat bistånd* en bättre lösning. All erfarenhet från de senaste decennierna visar att den främsta vägen ur fattigdom och beroende är att kunna sälja sina exportvaror på en fri världsmarknad. Här finns mycket som kan och bör göras – inte minst att öppna EU:s skamligt diskriminerande jordbrukspolitik. Se där en oerhört angelägen politisk uppgift!

Om målet är att minska volatiliteten på de finansiella marknaderna står inga snabba klipp till buds. Det finns visserligen speciella typer av regleringar och skatter – t ex Chiles tidigare depositionsavgifter på inflöden av korta pengar – som fungerar, tillfälligt, på nationell nivå, med lägre bikostnader. Men dessa regleringar är undantag och inte något som fungerar på global nivå. Om vi vill reformera de internationella finansmarknaderna talar vi i praktiken om ett ofta oglamoröst, omfattande och långsiktigt gnetande på flera områden.

För det första krävs ett fortsatt ekonomiskt-politiskt arbete för att *göra de enskilda staterna mindre sårbara*. Även om många kast på valutamarknaderna kan te sig överdrivna eller irratio-

nella, så är det ett faktum att nästan alla stora spekulationsvågor och valutakriser har haft någon sorts ekonomisk eller politisk störning som startpunkt. Det gäller felvärderade växelkurser inom ERM-systemet 1992, det gäller nepotism och korruption i Asien och Ryssland, det gäller ett antal asiatiska länders alltför optimistiska hopp om att kunna knyta sina valutor till en stark dollar m m. Låg inflation, sunda statsfinanser, välkapitaliserade banker samt stabila pensions- och välfärdssystem i fler länder bidrar till finansiell stabilitet och till att minska risken för nya spekulationsvågor.

När det gäller de finansiella marknaderna i sig skulle *längre utvärderingshorisonter* i de enskilda bankerna och fonderna vara av godo – så att drivkrafterna minskas för att följa med i snabba buffelhjordsrusningar. Bättre utbildning och högre kompetens hjälper för att undvika missbruk av komplicerade finansiella instrument.

På internationell nivå pågår ett omfattande arbete i flera myndigheter för bättre fungerande finansiella marknader. Det handlar om samarbete mellan nationella övervakningsorgan, men också om knepande och knåpande för att åstadkomma enhetliga normer – för redovisning, kreditvärdering etc – i den privata sektorn. Detta oerhört omfattande arbete för en *modern "finansiell arkitektur"* har flera sidor:

- *Bättre information och ökad genomskinlighet*, både vad gäller offentliga och privata institutioner. Enhetliga redovisnings-

regler och öppnare bokföring kan förbättra kunskaper om den faktiska kreditvärdigheten hos låntagare.

- Bättre och mer genomtänkta *förebyggande åtgärder* mot finansiella kriser. Detta betyder större reservfonder för IMF och nya kapitaltäckningsregler, som gör finansiella institutioner mindre sårbara för plötsliga svängningar.
- Möjlighet att genomföra och koordinera *hjälpåtgärder* om finansiella kriser ändå inträffar. Det krävs en internationell konkurslagstiftning och överenskommelser om "lender of last resort".

På alla dessa områden har stora framsteg skett under senare år. Det vore dock fel att påstå att världen genom detta arbete skulle kunna bli immun mot finansiella kriser. De senaste årens bubbla i IT-aktier är ett gott exempel på att driften att satsa friskt – och riskera att bli besviken – är lika stark som någonsin. Men den typen av excesser – på börserna – är ju ingenting som en omsättningsskatt på valutor kan, eller ens försöker, motverka.

Faktum är att om det just är valutahandeln man vill minska, så är ett betydligt bättre recept *färre valutor* – d v s fler valutaunioner. Det var ju för övrigt Tobins eget förstaval i det där talet för snart 30 år sedan . . .

Avistamarknad

En transaktion på avistamarknaden betyder att betalning/leverans sker inom två dagar efter det att affären gjorts upp.

Bretton Woods-systemet

Det valutasystem som dominerade i västvärlden från andra världskrigets slut till början av 1970-talet. Valutorna var reglerade och hade fasta kurser mot dollarn, som i sin tur knöts till guld. Valutafonden IMF övervakade systemet.

Bubbla

När priset på en tillgång stiger långt utöver vad som kan motiveras utifrån någon fundamental, långsiktig värdering. Normalt spricker en bubbla efter hand, så att priset rasar.

Derivat

Värdepapper vars värde baseras på ("deriveras från") en underliggande tillgång. Dessa värdepapper innebär ofta att man kan ingå kontrakt om framtida betalningar eller leverans av det underliggande papperet beroende på vad som under tiden har hänt med priset. Exempel är terminer, swappar och optioner (se nedan).

Derivatmarknad

Marknad för handel med derivatprodukter.

Interbankhandel

Banker, mäklare eller kommissionärer köper och säljer valutor sinsemellan.

Fast växelkurs

När en valutas pris låses mot en annan valuta. Normalt är det centralbankerna som får ansvar att hålla kursen fast, genom att reglera valutamarknaden, själva gripa in och köpa/sälja valuta, eller genom att anpassa räntan till det som krävs för att låsa fast valutan.

Likviditet

Att tillgångar snabbt kan omsättas; betyder i praktiken att det skall finnas många köpare och säljare på marknaden och att det är lätt att finna en motpart.

Optioner

Instrument där köpare och säljare kommer överens om att till en speciell kurs köpa eller sälja valuta någon gång i framtiden till ett överenskommet pris – men till skillnad från terminen innebär optionen inte att man måste genomföra transaktionen, utan att den görs bara om ena parten fortfarande vill.

Rörlig växelkurs

När priset på valutan sätts fritt på valutamarknaden.

Spotmarknad

Detsamma som avistamarknad.

Spreadar

Skillnaden mellan köp- och säljkurser.

Swapar

Avtal om att aktörer byter valutor, och att återbyte sker i framtiden till överenskommen kurs

Terminer

Instrument där köpare och säljare kommer överens om att till en speciell kurs köpa eller sälja valuta någon gång i framtiden till ett överenskommet pris.

Volatilitet

Ett mått på svängningarna på en marknad, t ex valutamarknaden. Brukar anges med hjälp av s k standardavvikelse.

Litteraturtips i urval

BERGLUND, TOM, HONKAPOHJA, SEPPÖ, MIKKOLA, ANNE & SUVANTO, ANTTI, *Promoting the stability of international capital movements*. Helsingfors: Ministry of Finance, February 2001 (Research report 1/2000).

<http://www.vn.fi/vm/english/other/index.html>

DE GRAUWE, PAUL, *Controls on capital flows*. Paper prepared for the conference "What financial system for the year 2000?" Lissabon: ISEG/Instituto Superior de Economia e Gest3o, december 1999.

http://www.sterckx.org/publicaties/tobintax/pub_tobin.htm

EUROPEAN PARLIAMENT, *The feasibility of an international 'Tobin tax'*. Strasbourg: Europaparlamentet, 1999 (Economic Affairs Series, ECON 107 EN – 03/1999).

http://www.europarl.eu.int/workingpapers/econ/default_en.htm#107

FINANSMARKNADSUTREDNINGEN, *Finanssektorns framtid*. Stockholm: Fritzes, 2000 (SOU 2000:11).

KASA, KENNETH, "Time for a Tobin tax?", i *FRBSF Economic Letter*, April 1999 (Federal Reserve Bank of San Francisco).

<http://www.sf.frb.org/econsrch/wklyltr/wklyltr99/el99-12.html>

SPAHN, BERND, "The Tobin tax and exchange rate stability", i *Finance & Development*, June 1996.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/06/index.htm>

SREJBER, EVA, "Hur skapas stabila finansmarknader?", anförande i riksdagens finansutskott, 3 april 2001 (offentlig utfrågning i riksdagen om "Ekonomisk politik i en global ekonomi – Tobinskatt hinder eller möjlighet?").

http://www.riksbank.se/RB_Components/Speech/Speech.ASP?ItemID=4940

STOTSKY, JANET G, "Why a two-tier Tobin tax won't work", i *Finance & Development*, June 1996.

<http://www.worldbank.org/fandd/english/0696/articles/050696.htm>

TOBIN, JAMES, "A proposal for international monetary reform", i *Eastern Economic Journal*, vol 4 (1978), sid 153–159.

UL HAQ, MAHBUB, KAUL, INGE & GRUNBERG, ISABELLE (red),
The Tobin tax : coping with financial volatility. Oxford: Oxford
University Press, 1996.

Tidigare utkomna Pejlingar:

- 1 Den fula ankungen eller den oälskade liberalismen.
- 2 Inte bara valloner – invandrare i svenskt näringsliv under 1 000 år.
- 3 Djur är inte människor – en filosofisk granskning av veganismen.
- 4 Den rätta medicinen – apoteksmonopolet vid vägs ände.
- 5 Bidragskulturen – filosofin bakom socialbidraget.
- 6 Den nya fattigdomen.
- 7 Kretsloppsstat eller kretsloppssamhälle?
- 8 Creole love call.
- 9 Svaghetens moral.
- 10 Thamgrepp.
- 11 Fakta och myter om globaliseringen. Artiklar ur *The Economist*.
- 12 Positiv särbehandling är också diskriminering.
- 13 Förnyelse i USA.
- 14 Valser om arbetets slut.
- 15 Hälften så dyrt, dubbelt så bra. Förbättra Sverige genom att halvera de offentliga utgifterna.
- 16 Asiens kris är inte kapitalismens.
- 17 Irland – den globala ön.
- 18 Leva fritt och leva väl.
- 19 Miljöpartiet i det politiska kretsloppet.
- 20 Skattjakten. En kritik av skatteharmonisering inom EU.

- 21 VARNING – livet kan leda till döden! En kritik av nollvisioner.
- 22 Fullständiga rättigheter. Ett försvar för de 21 första artiklarna i FN:s deklaration om de mänskliga rättigheterna.
- 23 Förmögen till värdighet – Wilhelm Röpke, människan och ekonomin.
- 24 Nycklar till modern konservatism.
- 25 Den postnationella maktens gåta och det globala protokollet.
- 26 Blåsningen. Vindkraft som storindustri.
- 27 Mer demokrati – mindre politik.
- 28 Frihet med förhinder – in- och utvandring i vår tid.
- 29 Det heliga utanförskapet – Sverige som åskådare och aktör i Europa och i världen.
- 30 Gösta Bohman – hjälten och myten.
- 31 Verktyg mot vanmakt.
- 32 Producentansvaret i teori och praktik – en kritisk granskning av förpackningsinsamlingen.
- 33 Falska mantran – globaliseringsdebatten efter Seattle.