



Tobin-vero pintaa syvemmältä

Jouko Ylä-Liedenpohja

Tobin-vero eli kansainvälisiltä rahoitustransaktioilta kannettava vero on herättänyt julkisessa sanassa paljon myötäileviä kannanottoja. Useimmiten on ollut kyse *ex cathedra* -luonteisista julistuksista, joissa kirjoittajan tai lausunnon antajan ei tarvitse asemansa puolesta tai palstatilaan oikeutettuna esittää mitään perusteluja, vaan voi esiintyä erehtymättömänä. Tobin-veron taloudellista analyysia tai argumentointia ei esiinny suurelle yleisölle tarkoitetuissa julkaisuissa. Esimerkiksi valtiovarainministeriön toimeksiannosta asiasta tehtyä erinomaista selvitystä (VM 2001) en nähnyt lainkaan selostettavan lehdistössä, muuta kuin mainittavan sen vastineiden yhteydessä. Argumentointi on aina vaikeaa, erityisesti taloustieteellinen.



Valuutansiirtoveron puoltajat tavoittelevat haitallisina pitämiensä spekulatiivisten pääomavirtojen vähentämistä ja veron tuoton jakamista kehitysmaiden hyväksi. Kaksi karpästä yhdellä iskulla siis! Kun sivutuotteena tulee heitetyksi hiekkaa kapitalismin rattaisiin, Tobin-veron retorinen ja ideologinen lataus on niin voimakas, ettei aiheen kuiva taloustieteellinen analyysi voi saavuttaa mediassa samaa mielenkiintoa. Tarkoitukseni ei tässä ole kehittää mitään myyvää vastaretoriikkaa, vaikka etupäässä rahoitusteorian ajatuskulkuja hyödyntäen en esitä yhtään Tobin-veroa puoltavaa näkemystä [1]. Keskityn selvittämään spekuloinnin luonnetta ja kansantaloudellista merkittävyyttä sekä sitä, mitä hiekan heitosta seuraisi kansantalouksien toiminnalle.



Tuon esille myös eräitä valuuttakriisien aspekteja, jotka eivät korostu VM:n selvityksessä. Sehän päätyi toteamaan, että valuutansiirtovero ei suojaisi maita spekulatiivisilta pääomanliikkeiltä, ei antaisi rahapoliittista itsenäisyyttä, eikä lisäisi valuuttakurssien vakautta ja että veron tuotto jäisi varsinkin vaatimattomaksi.



Spekulointi

Tobin-veroa ajavat leimaavat spekuloinniksi kaikki muut pääomanliikkeet kuin kansainvälisen kaupan volyyymia vastaavat transaktiot. Lisäksi spekulointia pidetään



yksinomaan haitallisena. Kun tavaroiden ja palvelusten maailmankaupan arvo vuonna 2000 vastasi vain noin viikon valuuttakaupan arvoa (VM 2001, 15-20), *ex cathedra* -kirjoittaja saattaa pitää maailmantalouden perustaa epäterveenä ja vuoden muiden pankkipäivien valuuttakauppaa eräänlaisina lumerahan hyökkäyksinä valtakuntien rajoista välittämättä.



Pintaa syvemmältä arvioituna spekulointi on kuitenkin täysin ratkaisevaa kansantalouksien elinvoimaisuudelle. Spekulointihan on yleensä suhteellisen lyhytaikaista sijoittamista kohteen myyntivoiton havittelemiseksi. Käsitteeseen liittyy yhtä läheisesti tappion mahdollisuus, riski sijoituksen menettämisestä ainakin osittain. Voidaan tietenkin spekuloida myös hinnan laskulla. Kohde myydään, jos uskotaan sen olevan oikeaan hintaansa nähden ylihintaisen, ja ostetaan takaisin hinnan laskettua oikeaan arvoonsa. Hinnan nousulla spekuloidaan ostotoimillaan ajamaan kohteiden hintoja ylöspäin, hinnan laskulla spekuloidaan myyntitoimillaan alaspäin. Spekuloinnin tuloksena sijoituskohteiden hintojen voi siten katsoa vastaavan paremmin niiden todellista arvoa. Hyvin toimiva hintajärjestelmä auttaa kansantalouksien voimavaroja hakeutumaan tuottavimpaan käyttöön. Spekulointi hyödyttää siis koko maailmantaloutta.






Yksityistaloudellisesti spekulointi vaatii voimavarojen uhuusta muita markkinaosapuolia paremman tietämyksen hankkimiseksi. Hyvin toimivilla markkinoilla spekulantit ansaitsevat spekuloinnilla keskimäärin juuri sen verran, että se kattaa heidän tutkimustoimintansa kustannukset.






Arbitraasi











Spekulointi yhdistetään usein arbitraasiin, jolloin pyritään hyötymään saman sijoituskohteen hintaeroista eri markkinoilla tai eri ajankohtina. Jos Nokian kurssi on Helsingissä alhaisempi kuin Tukholman pörssissä, Nokiaa kannattaisi ostaa Helsingissä ja myydä Tukholmassa. Puhdas arbitraasi on taloustieteessä aivan täsmällisesti vain toiminta, joka on täysin riskitöntä ja johon ei sitoudu lainkaan arbitraattorin omia rahoja, mutta joka silti tuottaa voittoa, jos hinnat poikkeavat toisistaan [2].






Puhtaan arbitraasin kokonaismarkkinat ovat hyvin rajoitetut. Siksi käytännön arbitraasissa voiton teon todennäköisyys ei ole yksi, ja arbitraattorilta vaaditaan huomattavaa pääomapanosta kauppojen toteuttamiseksi ja tappioiden kattamiseksi. Toiminta tunnetaan riskiarbitraasina. Se eroaa spekuloinnista kuitenkin siten, että spekulantti ottaa tietoisesti riskin voiton toivossa, mutta arbitraattorit tekevät välittömästi voittoa pieniä riskejä ottaen. Tällainen perusajatus sisältyy kaikkiin rahoitusteorian keskeisiin malleihin. Lukuisat arbitraattorit ottavan vähäisiä riskejä ja ajavat markkinahinnat oikeisiin arvoihinsa.





Pienen positioin arbitroivilla ei kuitenkaan tyypillisesti ole sitä tietämystä, jota riskiarbitraasiin ryhtyminen edellyttää. Siksi riskiarbitraasin harjoittajia on suhteellisen harvalukuisen määrä, mutta ne ovat suuria ammattimaisia sijoittajia, jotka yhdistävät erikoistietämyksensä seuraamistaan riskeistä ulkopuolisten sijoittajien heidän hoitoonsa uskovien pääomien kanssa ottaakseen suuria positioita. Sijoitusvarat tulevat säätiöiltä, eläkerahastoilta, pankeilta ja rikkailta yksityishenkilöiltä, joilla on vain rajallinen ymmärrys yksittäisten markkinoiden toiminnasta. Arbitraattorit ovat puolestaan erikoistuneet tutkimaan ja ymmärtämään niitä.





Arbitraattorit toimivat täten resurssien omistajien puolesta. Toimintaa voitaisiinkin kutsua agentuuriarbitraasiksi. Arbitraattorille uskotaan varoja hoitoon yleensä sen perusteella, miten tuloksellinen hän on ollut lähimenneisyydessä. Päämies, resurssien omistaja, ei aina ymmärrä, miksi hänen toimimiehensä, arbitraattori, on menettänyt rahaa, ja saattaa siksi vetää rahansa pois tämän hoidosta, vaikka arbitraasin odotetut tuotot olisivatkin nousseet. Tämän vuoksi pääomia sitovan riskiarbitraasin harjoittamisedellytykset saattavat olla huonoimmat juuri silloin, kun odotetut tuotot ovat korkeimmillaan eli kun arvopaperien ja valuuttojen hinnat poikkeavat eniten perustekijöiden määrittämistä arvoista.





Päämiesten vetäessä pois varojaan arbitraattorien hoidosta arvopapereiden ja valuuttojen hinnoitteluvirheet vain pahenevat. Arbitraattorit tietenkin ymmärtävät, että näin voi käydä ja ovat siksi alunalkaen varovaisempia positioidensa rakentamisessa. Tällaista ajatuskulkua noudattaen Shleifer ja Vishny (1997) itse asiassa ennakoivat elokuussa 1998 tapahtuneen Venäjän kriisin ja sen seurauksena syntyneen maailmaa uhanneen likviditeettikriisin LTCM-vipurahaston kaatumisen yhteydessä. Likviditeettikriisissä arbitraattoreilla ei tuolloin ollut enää sijoittamattomia varoja hintojen ajamiseksi kohti tasapainoa, vaan päinvastoin ne joutuivat likvidoimaan positioitaan, jolloin tilanne vain paheni. Arbitraasi ei siis päässyt suoritamaan hyödyllistä tehtäväänsä silloin, kun sen palveluksia olisi kaivattu eniten.



Suojautuminen



Hintojen tasapainoon saattamisen ohella spekuloinnin ja arbitraasin merkitys on toimia suojautujien vastaosapuolena. Suojautujaahan huolettaa sijoituskohteiden mahdolliset haitalliset hintaliikkeet, esimerkiksi ulkomaisten velkojen osalta niiden markoissa lausutun pääoma-arvon ja korkomenojen nousun uhka, jonka realisoinnin koimme kaikki pankkikriisissä, tai varojen osalta niiden markkina-arvon laskun uhka, jonka realisointi vei Soneran kriisiin kun se ei suojannut UMTS-lupien maksuvälineiksi aikomia osakeomistuksiaan. Suojautuessa siis siirretään riskejä jonkun toisen osapuolen kuten vakuutusyhtiön tai spekulantin tai riskiarbitraattorin kannettavaksi.



Suojautujan vastaosapuolella täytyy olla päinvastainen näkemys suojattavan kohteen hinnan kehityksestä. Jos suojautuja hyöttyy suojauksesta, spekulantti häviää. Jos taas suojaus osoittautuu tarpeettomaksi, spekulantti voittaa ja suojautuja häviää. Nollasummapeliä siis. Nettomääräisesti



riskejä ei tietenkään voida siirtää minnekään, vaan jonkun ne on kannettava maailmassa. Koko maailman on vain suljettu kylä. Mitä enemmän markkinoilla on spekulointia ja riskiarbitraasia eli automaattista riskien kantohalukkuutta, sitä vähäisemmin kustannuksin voidaan suojautua.



Vero kansainvälisille transaktioille



Miten Tobin-vero vaikuttaisi spekulointiin, arbitraasiin ja suojautumiseen? Selvästi se vähentäisi suoran spekuloinnin kannattavuutta sitä enemmän, mitä lyhyempikestoisesta spekuloinnista ja arbitraasista olisi kyse, mistä VM (2001) esittää valaisevia laskelmia. Veron ilmeisesti eliminoisi lähes tyystin puhtaan arbitraasin, koska se on luonteeltaan lyhytjänteisintä. Kansainvälisten valuutansiirtojen volyyymi pienenisi myös sitä kautta, että Tobin-vero tekisi suojautumisen kalliimmaksi.



Mutta vähentäisikö vero lopulta kansainvälisten pääomanliikkeiden volyyymiä, kun veron epäsuorat vaikutukset otetaan huomioon? Tobin-veron vallitessa arvopaperien ja valuuttojen hinnat kertoisivat entistä huonommin niiden perustekijöiden määrittämistä arvoista. Tämähän lisäisi spekuloinnin ja riskiarbitraasin kannattavuutta ja kasvattaisi valuutan siirtojen volyyymiä. Samalla tavoin suojautumisen tarve kasvaisi, koska arvopapereiden ja valuuttojen hinnat olisivat vähemmän informatiiviset. Mikä olisi veron suorien ja epäsuorien vaikutusten nettovaikutus? London Business Schoolin tutkijat ovat tehneet asiasta simuloituja ja päätyneet tulokseen, että kansainvälisten transaktioiden volyymin kasvu ei ole mahdotonta (*Dowja Rahi* 2000). Pääjohtopäätös tästä on kuitenkin se, että Tobin-vero ei poistaisi spekuloinnin ja arbitraasin eikä "haitallisten" pääomaliikkeiden alkulähdettä.



Hiekka kapitalismin rattaissa



Koska Tobin-veron pohjaa määritettäessä on mahdotonta tehdä eroa "haitallisen" ja hyödyllisen pääomanliikkeen välillä, vero lisää suoraan kansainvälisen kaupan ja suorien sijoitusten rahoituksen kustannuksia. Siksi vero alentaa suhteellisen edun hyödyntämisen etuja. Seurauksena on kansainvälisen kaupan ja suorien sijoitusten volyymin lasku sekä hyvinvoinnin lasku koko maailmassa. Yritykset ja pankit hyödyntävät suhteellista etuaan myös rahoituksen hankinnassa. Monet yritykset ovat erikoistuneet laskemaan liikkeelle joukkolainojaan tietyssä valuutassa ja ehkäpä kiinteäkorkoisina, joita ne vaihtavat valuutan- ja koronvaihtosopimuksin vastaamaan paremmin liiketoimintansa valuuttajakaumaa. Tobin-vero vähentäisi tällaisten etujen hyödyntämistä, mikä lisäisi edelleen kaiken kansainvälisen kaupan ja liiketoiminnan rahoituksen kustannuksia.



Mutta Tobin-vero vaikuttaa jo aikaisemmin kuin vasta tavara- ja palvelukaupan vaiheessa. Suurimmat kaupat perustuvat aina kansainvälisiin tarjouskilpailuihin. Niihin osallistuvat suojaavat toimensa jo heti tarjouskilpailuun ryhtyessään. Koska Tobin-veron johdosta suojautuminen olisi kalliimpaa, maailmassa osallistuttaisiin tarjouskilpailuihin vähemmän. Lopulta olisi vähemmän kilpailua ja valintamahdollisuuksia, ja koko maailman hyvinvointi alenisi edelleen lisää.



Valuuttapaot



Valuuttapakojen yhteydessä koetaan yleensä varsin suuria tuotannon menetyksiä niiden kohteeksi joutuissa maissa. Valuuttapakojen perimmäisenä syynä on yleensä joko maan talouspolitiikan hallitun hoito tai sen pankkijärjestelmässä tapahtunut hallitun luotonanto, joka paljastuu vähin erin kansainvälisille rahoittajille. Etelä-Korea on esimerkki maasta, joka koki valuuttakriisin tilanteessa, jossa sen makrotaloudelliset tunnusluvut olivat suhteellisen hyvät, mutta jonka pankkijärjestelmän myöntämien luottojen kasvavasta epäkuranttiudesta alkoi olla selviä merkkejä. Evidenssin mukaan (*Hahn & Mishkin* 2000) ne olivatkin kotimaiset rahoitusmarkkinatoimijat, jotka olivat valuuttakriisin käynnistymisen edellä kulkijat. Heillähän on aina informaatioetu ulkomaisiin sijoittajiin nähden ja siksi kykenevät parhaiten



arvioimaan, milloin pankkien tuotot lainasalkuistaan tulevat olemaan poikkeuksellisen alhaiset. Käsitys, että valuuttakriisit käynnistyisivät ulkomaisten toimijoiden vuoksi, ei siten yleensä kestä tosiasioita. Ulkomaiset tulevat vasta perässä silloin, kun tilanne on kypsynyt.

Valuuttapaot voivat kuitenkin toimia ennaltaehkäisevästi tulevaisuuden talouspolitiikan ja lainanmyöntämispolitiikan hoidossa. Tuotannon menetyksiä aiheuttavia valuuttapakojahan täytyy tapahtua jonkin verran, jotta niiden ehkäisevä luonne olisi uskottava. Valuuttakriisit kehittävät myös tervettä riskienhallintaa sekä rahoituksenvälittäjissä että yrityksissä. Valuuttapaot voi myös itsessään nähdä riskien tehokkaan intertemporaalisen jaon mekanismeina sijoituksensa aikaisin ja myöhemmin realisoivien kesken. Kärsimättömät, aikaisin realisoivat pannaan kantamaan osa rahoituksen välityksen riskeistä, joita pitkäaikaisen sijoittajan ei tarvitse kantaa.

Vain markkinat luovat läpinäkyvyyttä

Joku lukijoista saattaa tietenkin todeta, että olen yksipuolisesti käsitellyt vain hyödyllistä spekulointia ja unohtanut kokonaan kuplia muodostavan, itsensä toteuttaviin uskomuksiin pohjautuvan spekuloinnin. Tällöin on kyse nk. rationaalisista kuplista, joissa kaikkien markkinaosapuolten on oltava mukana, koska ulkopuolella ei ole saatavissa korkeampaa tuottoa. Rationaaliset kuplat täyttävät siten arbitraasitasapainon ehdon, mutta kuplat eivät täytä päätearvoehtoja, koska ne seuraavat räjähtäviä liikeratoja.

Teoriassa tällaiset kuplat ovat mahdollisia, mutta laajaa evidenssiä niiden esiintymisestä ei ole [3]. Eikö edes IT-kuplan osalta? Mielestäni ei. Kesäkuussa 2000 Nokian pörssikurssi oli 65 euroa, tätä kirjoitettaessa 25 euroa. Välillä se kävi jopa 14 eurossa. Mikä oli se, joka käänsi Nokian kurssin laskuun? Ei suinkaan se, että spekulantit olisivat yks kaks tehneet täyskäännöksen, vaan se, että markkinoille alkoi tihkua tietoja, joiden mukaan maailman kuluttajat eivät tulekaan käyttämään rahaa matkapuhelintoimintaan siinä tahdissa kuin keväällä 2000 oli ennustettu. Rohkeimmat ennusteethan vuoden 2001 myyniksi olivat 600-700 miljoonaa kappaletta. Nokian silloista 550 miljoonan ennustetta pidettiin naurettavan alakantissa olevana.

Kuluttaja on kuningas sekä nousu- että laskukautena. Tänä vuonna toteutuu Nokian viimeisimmän ennusteen mukaan 390 miljoonan kappaleen myynti, eli markkinat supistuvat viime vuodesta noin 7 prosenttia ennustetun 30-40 prosentin kasvun asemesta. Tämän valossa Nokia on tänä päivänä aivan yhtä kallis kuin kesäkuussa 2000. Faktat ovat vain siitä muuttuneet.

Auttaisiko Tobin-vero demokratiaa? Sellaisia väitteitäkin on esiintynyt. Tobin-veron tuotto ajateltaisiin jaettavan kehitysapuna, siis hallinnollisiin päätöksiin. Se vaatii byrokratiaa ja luo korruptiota sekä vastaanottaja- että myöntäjämaissa. Vain markkinoiden kautta tapahtuva toiminta luo läpinäkyvyyttä. Vaikka Tobin-vero pyrkii vaikeuttamaan markkinamekanismin toimintaa hinnan kautta, silti se edustaisi paluuta kohti kansainvälisten pääomaliikkeiden varsinaista säännöstelyä. Natsi-Saksankin ensimmäisiä askelia totalitarismin suuntaan oli ryhtyä valuutan liikkeiden säännöstelyyn ensimmäisenä länsimaana (*Friedman 1962, s. 57*).

VIITTEET

[1] En myöskään kannata nykyisenlaista kehitysapua, vaan kehityksmaista tapahtuvan tuonnin vapauttamista; ks. Ylä-Liedenpohja (1992, 58-59).

[2] Nokia-esimerkkiin sisältyy käytännössä useita riskejä. Rahansiirto kruunuiksi ja takaisin markoiksi sitoo pääomia ja altistaa valuuttakurssiriskille, jonka suojaaminen maksaa. Myöskään kauppohen toteuttaminen aivan samanaikaisesti ei ole aina mahdollista vaan vaatii aikaa. Sinä aikana markkinahinta on jo saattanut muuttua arbitroijan kannalta epäedullisesti.

[3] Tai sitten taloustiede ei ole vielä oppinut testaamaan niiden olemassaoloa oikealla tavalla.

KIRJALLISUUTTA



Dow, J. & R. Rahi (2000): "Should speculators be taxed." *The Journal of Business* 73, 89-108.

Friedman, M. (1962): *Capitalism and Freedom*. The Chicago University Press, Chicago

Hahn, J.-H. & F. S. Mishkin (2000): "The Korean financial crisis: an asymmetric information perspective." *Emerging Markets Review* 1, 25-52.



Shleifer, A. & R.W. Vishny (1997): "The Limits of Arbitrage". *The Journal of Finance* 52, 35-55.

VM (2001): *Selvitys kansainvälisten pääomanliikkeiden vakautta edistävästä toimista. Tutkimukset ja selvitykset 1/2001*, Valtiovarainministeriö, Helsinki.



Ylä-Liedenpohja, J. (1992): "Onko Suomi markkinatalousmaa", teoksessa Anttila, P. ja T. Pukkila, *Suomi suosta, Kansallisen strategian aineksia*, Acta Universitatis Tamperensis, ser B vol 39, Tampere

Kirjoittaja on kansantaloustieteen professori Tampereen yliopistossa.

