



**BoF Online**

**2 • 2013**

**Rahoitustransaktiovero,  
likviditeetti ja rahapolitiikka**

**Antti Suvanto**

*Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.*



Suomen Pankki

Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

29.4.2013

## Sisällys

Johdanto	3
1 Komission ehdotus transaktioveroksi	3
2 Rahoitustransaktiovero etenee tiivistetyllä yhteistyöllä	5
3 Transaktioveron käsittely Suomessa	6
4 Miten vero vaikuttaa likviditeettiin?	6
5 Vaikutukset rahapolitiikkaan	9
Kehikko 1. Tobinin argumentti	10
Kehikko 2. Transaktioveron vaikutus repolainauksen kustannuksiin*	13
Kirjallisuus	15

**BoF Online**

**Päätoimittaja**

Jenni Hellström

**ISSN**

1796-9123 (online)

Postiosoite  
PL 160  
00101 HELSINKI

Käyntiosoite Snellmanin aukio  
Puhelin 010 8311  
Faksi (09) 174 872

Sähköposti  
etunimi.sukunimi@bof.fi  
www.suomenpankki.fi

Swift SPFB FI HH  
Y-tunnus 0202248-1  
Kotipaikka Helsinki

## Johdanto

Tässä kirjoituksessa arvioidaan rahoitustransaktioveron vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden likviditeettiin, rahapolitiikkaan ja rahapolitiikan välittymiseen. Taustalla on komission syksyllä 2011 antama esitys rahoitustransaktioveron soveltamisesta minimiharmonisoinnin pohjalta koko EU:n alueella. Ehdotuksen eteneminen olisi edellyttänyt yksimielisyyttä EU:n neuvostossa. Yksimielisyyttä ei kuitenkaan löytynyt, minkä seurauksena asia on nyt etenemässä yhdentoista euromaan kesken ns. tiivistetyn yhteistyön menettelyä soveltamalla.

Kirjoituksessa keskitytään transaktioveron vaikutuksiin markkinoiden likviditeettiin ja sitä kautta rahapolitiikan ja rahapolitiikan välittymisen kannalta. Siinä ei lainkaan käsitellä veron toteuttamisen käytännöllisiä ongelmia eikä myöskään sitä, kuinka helposti ja herkästi transaktiot siirtyisivät veroalueen ulkopuolelle. Jos vero halutaan toteuttaa, käytännölliset ratkaisut ovat löydettävissä.<sup>1</sup> Nykyinen rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuri mahdollistaisi sen vielä helpommin kuin pari vuosikymmentä sitten. Komissio on ehdotuksessaan pyrkinyt mahdollisimman huolellisesti torjumaan veropohjan siirtymistä veroalueen ulkopuolelle. Siitä huolimatta siirtymän voi olettaa olevan merkittävä.

Kirjoituksen johtopäätös on, että transaktiovero vähentäisi olennaisesti markkinoiden likviditeettiä, poistaisi likviditeettiä tuottavan markkinatakaustoiminnan lähes kokonaan sekä eliminoisi loputkin pankkien välisestä rahamarkkinakaupasta, jolloin pankkien likviditeetti tulisi hyvin riippuvaksi EKP:n fasiliteeteista.

## 1 Komission ehdotus transaktioveroksi

Euroopan komissio antoi syyskuussa 2011 ehdotuksen EU:n 27 jäsenvaltiossa käyttöön otettavaksi rahoitustransaktioveroksi (Euroopan komissio 2011). Ehdotuksen mukaan vero kerätäisiin kaikilla rahoitusvälineillä suoritetuista transaktioista, joissa ainakin yhtenä osapuolena on EU:n alueella toimiva rahoituslaitos. Veron suuruus olisi osake- ja arvopaperikaupassa

---

<sup>1</sup> Brondolo (2011) käy läpi huolellisesti veron perimiseen liittyvät tekniset ongelmat, jotka ovat suuria mutta kuitenkin ratkaistavissa. Helpointa periminen on pörssityyppisessä arvopaperikaupassa ja pörssin ulkopuolella toimivassa *over-the-counter* (OTC) -kaupassa siltä osin, kun maksut selvitetään keskitetyn järjestelmän kautta.

vähintään 0,1 prosenttia transaktion nimellisarvosta. Johdannaiskauppaan sovellettaisiin alempaa mutta vähintään 0,01 prosentin veroa. Ehdotuksen mukaan transaktion jokaisen osapuolen olisi maksettava vero. Näin ollen jos molemmat transaktion osapuolet ovat EU-alueella toimivia rahoituslaitoksia, verokannat kaksinkertaistuisivat (0,2 ja 0,02 prosenttiin).

Komissio perusteli ehdotustaan kolmella pääasiallisella syyllä. Ensinnäkin komissio pyrkii ehdotuksellaan torjumaan rahoitusmarkkinoiden pirstaloitumista tilanteessa, jossa monissa maissa on jo käytössä jonkinlainen finanssitransaktiovero ja uusia on suunnitteilla. Toiseksi sen avulla halutaan varmistaa, että talouskriisin syntymiseen keskeisesti vaikuttanut finanssiala saadaan osallistumaan kriisin aiheuttamien kustannusten maksamiseen. Lisäperusteluna komissio mainitse sen, että finanssialaa verotetaan kevyemmin kuin muita toimialoja sen takia, että siihen ei sovelleta arvonlisäverotusta. Kolmanneksi komissio pyrkii vähentämään sellaisten riskipitoisten ja tuottamattomien rahoitustransaktioiden määrää, jotka eivät edistä markkinoiden tehokkuutta. Näin myös voidaan komission mukaan täydentää muita säännöksiä, joiden tarkoituksena on ehkäistä tulevia kriisejä.

Vero kattaisi komission mukaan 85 prosenttia kaikista rahoituslaitosten välisistä transaktioista. Sillä, suoritetaanko transaktiot säännellyillä markkinoilla vai pörssin ulkopuolella, ei olisi merkitystä. Kotitalouksia tai yrityksiä ei verotettaisi. Asuntolainat, pk-yritysten pankkilainat tai vakuutus sopimukset eivät kuulu ehdotetun veron soveltamisalaan. Transaktioveroa ei myöskään sovellettaisi valuutan avistakauppaan eikä pääoman hankintaan, jonka yritykset tai julkiset elimet, kuten julkiset kehityspankit, toteuttavat laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjoja ja osakkeita ensimarkkinoilla. Vero ei myöskään koskisi EKP:n tai kansallisten keskuspankkien suorittamia transaktioita.

Komissio arvioi finanssitransaktioveron (bruttomääräisen) tuoton nousevan 57 miljardiin euroon. Osa veron tuotosta siirrettäisiin komission ehdotuksen mukaan EU:n omiin varoihin, mikä pienentäisi kansallisia maksuosuuksia. Jäsenvaltiot voisivat lisätä tulojen osuutta kantamalla finanssitransaktioista vähimmäiskantoja korkeampaa veroa.

Samalla komissio arvioi rahoitustransaktioveron alentavan EU:n yhteenlaskettua bruttokansantuotetta pitkällä ajalla noin 0,5 prosenttiyksikköä. Tämän päivän rahassa se vastaa noin 60 mrd. euroa. Tästä voi päätellä, että muun veropohjan supistumisen kautta nettoverotuotto jäisi komission esittämää arviota paljon pienemmäksi, 30–35 mrd. euroon.

## 2 Rahoitustransaktiovero etenee tiivistetyllä yhteistyöllä<sup>2</sup>

Ensimmäinen komission direktiiville esittämistä tavoitteista, pirstaloitumisen estäminen, ei näytä toteutuvan. Pikemmin käy päinvastoin. Toukokuussa 2012 oli käynyt selväksi, että direktiivien tueksi ei löydy jäsenmaiden kesken yksimielisyyttä. Yksitoista jäsenmaata<sup>3</sup> halusi kuitenkin edetä asiassa soveltamalla ns. tiivistetyn yhteistyön menettelyä. Lokakuussa 2012 komissio antoi ehdotuksensa EU:n neuvoston päätökseksi tiivistetyn yhteistyön aloittamisesta (Euroopan komissio 2012). Päätös tehtiin tammikuun 2013 Ecofin-neuvostossa. Helmikuussa komissio antoi direktiiviehdotuksensa transaktioveron toimeenpanosta kyseisissä 11 maassa. Samalla syyskuussa 2011 annettu alkuperäinen ehdotus otettiin pois käsittelystä (Euroopan komissio 2013a).

Uusi ehdotus on sisällöltään samankaltainen kuin alkuperäinen ehdotus. Miniverokannat on pidetty sanoina, 0,1 prosenttia arvopapereille ja 0,01 prosenttia johdannaisille. Veron kattavuus on pysynyt laajana. Kattavuusmääritteitä on entisestään täsmennetty ja hieman laajennettukin. Lisäksi soveltamisalaa on laajennettu siten, että verotusta voidaan soveltaa myös transaktioihin, jonka molemmat osapuolet ovat veroalueen ulkopuolella, mutta transaktio koskee veroalueella alun perin liikkeeseen laskettua arvopaperia.

Veron tuotoksi yhdentoista maan veroalueella on arvioitu 31 mrd. euroa. Luku on hieman suurempi kuin alkuperäisen esityksen mukainen samoille maille laskettu tuottoarvio (27 mrd. euroa). Summa on kasvanut siitä syystä, että uudessa ehdotuksessa nyt myös sijoitusrahasto-osuuksien liikkeeseenlasku on veron piirissä. Aikaisemmassa ehdotuksessa se oli luokiteltu ensimarkkinatoimenpiteeksi.

---

<sup>2</sup> Suomeksi virallisesti "tiiviimpi yhteistyö" (*enhanced cooperation*).

<sup>3</sup> Belgia, Espanja, Italia, Itävalta, Kreikka, Portugali, Ranska, Saksa, Slovakia, Slovenia ja Viro.

### 3 Transaktioveron käsittely Suomessa

Suomessa valtioneuvosto lähetti marraskuussa 2011 eduskunnalle kirjelmän rahoitustransaktioveroa koskevasta direktiiviehdotuksesta (Valtioneuvosto 2011). Kirjelmän liitteenä olleessa valtiovarainministeriössä laaditussa muistiossa selostettiin ehdotuksen pääasiallinen sisältö ja esitettiin arvioita veron mahdollisista vaikutuksista Suomelle. Kirjelmän mukaan valtioneuvosto pitää direktiiviehdotuksen tavoitteita kannatettavina.

Vaikka ehdotetulla verolla ei valtiovarainministeriön arvion mukaan välttämättä olisi saavutettavissa merkittäviä taloudellisia hyötyjä<sup>4</sup>, se osaltaan toteuttaisi rahoitustoimialan osallistumista siihen yhteiskunnalliseen vastuuseen, jota finanssikriisien johdosta on pidetty perusteltuna. Kirjelmässä viitataan myös hallitusohjelmaan, jonka mukaan tavoitteena tulisi olla transaktioveron käyttöönotto mahdollisimman laajasti vähintään koko EU:n alueella, mutta mieluummin mahdollisuuksien mukaan kansainvälisen yhteistyön kautta vielä laajemmin. Kirjelmän mukaan direktiiviehdotuksen vaikutuksia tulisi selvittää tarkemmin. Erityisesti tulisi etsiä keinoja, joilla olisi mahdollista rajoittaa arvopaperitoiminnan siirtymistä ulkopuolisiin maihin.

Syksyllä 2012 Suomen hallitus päätti jättäytyä transaktioveron käsittelyssä tiivistetyn yhteistyön ulkopuolelle. Myös Ruotsi ja 14 muuta EU:n jäsenmaata jäivät ulkopuolelle. Ulkopuolelle jäävät maat voivat kuitenkin ottaa veron käyttöön myöhemmin.

### 4 Miten vero vaikuttaa likviditeettiin?

Rahoitustransaktioveron käyttöönotto nostaa transaktiokustannuksia. Tavanomainen tapa mitata transaktiokustannuksia organisoituneilla markkinoilla on katsoa kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin osto- ja myyntikurssein välistä eroa. Kilpailevilla markkinoilla tämän eron ei tulisi keskimäärin poiketa transaktion rajakustannuksesta. Rahoitusmarkkinoiden mikrorakennetta käsittelevässä kirjallisuudessa on jo pitkään korostettu markkinatakaus-

<sup>4</sup> Valtiovarainministeriön muistiossa pidettiin todennäköisenä, että maan syrjäisen aseman vuoksi veron tuotto Suomelle jäisi suhteellisesti pienemmäksi kuin muualla. Kun ottaa huomioon negatiivisen BKT-vaikutuksen muuta veropohjaa pienentävänä tekijänä, muistiossa pidettiin mahdollisena, että nettotuotto saattaisi jäädä jopa negatiiviseksi.

toiminnan merkitystä transaktiokustannusten alentamiselle. Markkinatakaajat ovat aina valmiina ostamaan ja myymään kohdeinstrumenttia. Siten ne tuottavat ns. likviditeettipalveluja.<sup>5</sup>

On luontevaa olettaa, että markkinatakaustoimintaan liittyy merkittäviä skaalaetuja. Se merkitsee, että transaktiokustannukset alenevat eli myynti- ja ostohinnan välinen ero supistuu transaktioiden volyymin kasvaessa. Tämä näkyy siinä, että suurten volyymien kohteilla kaupankäyntimarginaalit ovat kapeammat kuin kohteilla, joilla käydään vain vähän kauppaa. Vilkkaimmilla markkinoilla myynti- ja ostokurssin välinen ero on normaaliolosuhteissa hyvin pieni (joitakin prosenttiyksikön sadasosia). Siihen verrattuna rahoitustransaktioveron minimikannaksi ehdotettu 0,1 prosentin vero nostaa transaktiokustannukset joissakin tapauksissa moninkertaiseksi. Koska transaktioiden volyymi joustaa transaktiokustannuksiin nähden, tämän seurauksena volyymi laskee veron johdosta mahdollisesti merkittävästikin. Näin myös verosta riippumaton transaktiokustannus nousee skaalaedun pienenemisen vuoksi.

Kun transaktiokustannukset nousevat, markkinoiden likviditeetti heikkenee. Periaatteessa tämä lisää hintojen volatilitteettia, koska epälikvideillä markkinoilla suhteellisen pienetkin ostot tai myyntitarjoukset voivat vaikuttaa hintaan suhteettoman paljon. Toisaalta on esitetty, että transaktiovero vähentää hintojen vaihtelua sen vuoksi, että lyhytaikainen kaupankäynti vähenee ja siirtyy pitempiäaikaiseen ja harvemmin tapahtuvaan kauppaan.<sup>6</sup> Teoreettisesti transaktioveron vaikutus hintojen vaihteluun ei siis ole selvä. Vaikutus riippuu markkinoiden koosta, markkinoiden mikrorakenteesta ja siitä, kuinka suuri osuus kaupankäynnistä on peräisin ei-informoitujen sijoittajien (noise traders) antamista osto- ja myyntitoimeksiannoista.

<sup>5</sup> Tämän käsitteen otti ensimmäisenä käyttöön Demsetz (1968). Hän sovelsi analyysinsä New Yorkin pörssin osakediilereihin, jotka tuottivat likviditeettipalveluita (*immediacy services/liquidity services*). Sovellus valuuttamarkkinoihin, ks. Suvanto (1993).

<sup>6</sup> Muutamia tunnettuja ekonomisteja, kuten James Tobin ja Lawrence Summers, ovat puolustaneet transaktioveroa sillä argumentilla, että rahoitusmarkkinat toimivat liiankin tehokkaasti, mistä syystä "hiekan heittäminen rattaisiin" on perusteltua (Tobin 1984, Summers ja Summers 1989).

Myöskään niukka empiirinen tutkimus ei anna transaktioveron ja volatiilisuuden suhteesta selkeän yksikäsitteistä kuvaa.<sup>7</sup> Tutkimuskohteena on yleensä ollut osakemarkkinat, missä transaktioveroa (leimaveroa) on sovellettu melko yleisesti. Parin viime vuosikymmenen aikana näitä veroja on melko yleisesti alennettu tai niistä on luovuttu kokonaan.<sup>8</sup> Enemmän näyttöä on saatu siitä, että transaktiokustannusten aleneminen on vähentänyt (osake)hintojen volatiilisuutta. Transaktiokustannukset ovat alentuneet teknisen kehityksen ja kilpailun lisääntymisen seurauksena, mikä on alentanut välityspalkkioita.

Komission alkuperäisen ehdotuksen vaikutusarvioissa on otettu huomioon ns. dynaamiset vaikutukset eli transaktioiden volyymin lasku veron seurauksena. Oletusarviona laskelmissa oli oletettu, että arvopaperikaupan volyyymi (veropohja) pienenee 15 prosenttia ja johdannaiskaupan volyyymi peräti 75 prosenttia (Euroopan komissio 2013b, 22). Luvut perustuvat komission arvoihin transaktioiden hintajoustavuudesta. Hintajoustop oletetaan vaihtelevan välillä  $-0,4$  (arvopaperit) ja  $-2,7$  (johdannaiset) (Central Bank of Ireland ja ESRI 2012, 27).<sup>9</sup>

On mahdollista, että komission käyttämät joustot aliarvioivat transaktioiden herkkyyttä transaktiokustannusten nousulle. Joustot eivät nimittäin riipu pelkästään siitä, minkälaisista kaupankohteista on kysymys. Esimerkiksi valtionobligaatioiden transaktiokustannukset riippuvat siitä, onko velan liikkeeseenlaskija suuri vai pieni valtio, mikä on valtion luottoluokitus sekä siitä, kuinka suuri on markkinatakaustoiminnan merkitys kyseisen valtionobligaation markkinoilla.

Demsetzin (1968) tapaan tulkittuna markkinatakaajat tuottavat likviditeettipalveluja (*immediacy services*) olemalla valmiita käymään kauppaa satunnaisesti ilmaantuvan asiakkaan kanssa kumpaan suuntaan tahansa. Osto- ja myyntihinnan ero (*bid-ask spread*) kuvaa transaktion yksikköhintaa.<sup>10</sup> Markkinatakaajien tapauksessa transaktioiden herkkyys hinnan (spread) muutokselle on toisin sanoen sama kuin likviditeettipalvelujen kysynnän hintajousto.

<sup>7</sup> Katsaus kirjallisuuteen löytyy julkaisusta Central Bank of Ireland ja ESRI (2012, 22–25). Ks. myös Riksbankin katsauksessa julkaistu artikkeli Almenberg ja Wiberg (2012).

<sup>8</sup> Westerholm (2003) esittää tilastollista näyttöä leimaveron vaikutuksista osakkeiden hintoihin ja hintojen vaihtelevuuteen Ruotsissa ja Suomessa. Molemmissa maissa vaikutus osoittautui merkittäväksi. Ruotsissa "penikkaveron" nimellä tunnettu leimaveron nosto vuosien 1983 ja 1986 siirsi merkittävän osan transaktioista Lontooseen, alensi osakkeiden hintoja ja lisäsi hintojen vaihtelua. Kun leimaverosta 1990-luvun alussa luovuttiin, hintavolatiilisuus väheni. Myös Suomessa osakekauppojen leimaverosta luovuttiin 1990-luvun alussa. Westerholmin estimointitulosten mukaan se selvästi vähensi hintojen vaihtelevuutta samalla kun sillä oli positiivinen vaikutus osakehintoihin. "Penikkaveron" vaikutuksista Ruotsissa ks. myös Umlauf (1993). Ruotsin kokemuksista tuore puheenvuoro, ks. Wiberg (2013).

<sup>9</sup> Osakemarkkinoilla jouston on estimoitu olevan välillä  $-0,5$  ja  $-1,7$  (Matheson 2011). Ruotsin ja Suomen osakemarkkinoilla 1990-luvun alussa jouston arvioitiin olleen suuruusluokkaa  $-1$  (Westerholm 2003).

<sup>10</sup> Oikeammin puolet osto- ja myyntihinnan välisestä erosta kuvaa transaktion yksikköhintaa, sillä markkinatakaaja ostaa kaupankohteen myydäkseen sen mahdollisimman pian toiselle asiakkaalle, jolloin ero kattaa kahden transaktion kustannukset.



Vilkkaimmilla markkinoilla markkinatakaajien antama osto- ja myyntihinnan ero on normaalisti hyvin pieni, esimerkiksi 0,01–0,05 prosenttia markkinahinnasta. Kun tähän lisätään 0,1 prosentin transaktiovero (mahdollisesti kahdella kerrottuna) transaktiokustannus nousee 500–1 000 prosenttia. Mekaanisesti tulkittuna tämä tarkoittaa sitä, että markkinatakaajien kaupankäyntivolyymit tippuvat lähelle nollaa. Toteutuessaan se merkitsisi markkinatakaustoiminnan merkittävää supistumista, kun likviditeettipalveluja ei kannattaisi enää tuottaa. Sen jälkeen kauppaa käytäisiin paljon rajoitetummassa muodossa, minkä seurauksena riskit kasvaisivat ja volatilitteetti lisääntyisi. Markkinalikviditeetin heikkeneminen vaikuttaisi myös ensimarkkinoihin, koska liikkeeseenlaskuja tehtäisiin vähemmän. Markkinatakaustoiminnan roolia likviditeettipalvelujen tuottajana ei komission vaikutusarvioissa ole otettu huomioon. Sitä kuitenkin ei voi pitää sellaisena haitallisena toimintana, josta olisi päästävä eroon.

Johdannaiskaupan ohella transaktiovero vähentäisi erityisesti erittäin nopeaa automatisoitua osakekauppaa. Näiden toimintojen tarpeettomuudesta tai haitallisuudesta voidaan keskustella, mutta itsestään selvää se ei ole. Johdannaisia käytetään riskeiltä suojautumiseen, mutta samalla niiden avulla voidaan ottaa riskejä. Automatisoitu erittäin nopea kaupankäynti voi joissain olosuhteissa johtaa väärihinnoitteluun ja jopa markkinoiden katkeamiseen, kun algoritmit alkavat samanaikaisesti antaa myyntimääräyksiä. Toisaalta niiden on myös havaittu vähentävän hintojen volatiilisuutta (Vuorenmaa 2012).

## 5 Vaikutukset rahapolitiikkaan

Rahoitusmarkkinaveron vaikutuksia rahapolitiikkaan tai rahapolitiikan välittymiseen ei komission ehdotuksessa tai siitä käydyssä keskustelussa ole käsitelty. Direktiivin johdanto-osassa keskuspankkien sulkemista pois veron soveltamisalueesta perustellaan sillä, että veron tarkoituksena ei ole vaikuttaa rahapolitiikan operaatioihin. Myöskään valmistelun pohjaksi laadituissa taustaselvityksissä ja vaikutusarvioissa veron vaikutuksia rahapolitiikkaan ei ole käsitelty.

Rahapolitiikan puuttuminen vaikutusarvioista on sikäli yllättävää, että rahoitustransaktioveron isä, Yalen yliopiston professori James Tobin perusteli valuutanvaihtoveroa ensisijaisesti sillä, että näin sen avulla voitaisiin turvata raha- ja finanssipolitiikan liikkumavara olosuhteissa, joissa (lyhytaikaisen) pääomanliikkeet olivat laajentuneet ja tulleet erittäin herkiksi hyvin pienillekin korkoeroille. Tobinin ajattelun taustalla oli 1970-luvulla yleisesti käytössä ollut avoimen talouden malli (Mundell-Fleming -malli), jossa rahapolitiikka menettää tehonsa pää-

omanliikkeiden vuoksi kiinteiden kurssien ja finanssipolitiikka kelluvien kurssien oloissa. Lisäksi Tobin hylkää ajatuksen, että valuuttakurssit heijastaisivat lähimainkaan oikein talouden perustekijöitä. Tobinin (1978) argumentti on kuvattu lähemmin kehikossa 1.

## Kehikko 1. Tobinin argumentti

Tobin esitti ajatuksen valuuttatransaktioiden verottamisesta ensimmäisen kerran vuonna 1972 heti Bretton Woods-järjestelmän murtumisen jälkeen Princetonin yliopistossa pitämässään Janeway-luennossaan (Tobin 1974). Hän jatkoi ehdotuksensa kehittelyä Eastern Economic Associationin puheenjohtajaesitelmässään vuonna 1978 (Tobin 1978). Hän palasi aiheeseen vielä kerran Ottawassa vuonna 1995 pitämässä puheessaan (Tobin 1995). Tobin ei koskaan luopunut ajatuksestaan, mutta hän ei myöskään antanut tukeaan globalisaatiokriittisille kansalaisliikkeille, jotka olivat ottaneet Tobin-veron omaksi symbolikseen (Tobin 2001, Der Spiegel 2001).

Tobinin ehdotuksen taustalla oli Bretton Woods-järjestelmän murtumisen jälkeinen valuuttakurssiepävarmuus ja lyhyiden pääomaliikkeiden epävakaus. Hän katsoi, että näitä ongelmia voitaisiin vähentää ”heittämällä hiekkaa markkinoiden rattaisiin”. Tähän päästäisiin säätämällä kaikille valuuttatransaktioille pieni vero.

Tobinin mukaan esimerkiksi yhden prosentin vero sallisi sen, että kolmen kuukauden USA:n valtion velkasitoumusten ja vastaavanpituisten Saksan markkamääräisten eurotalletusten välillä voisi olla kahdeksan prosenttiyksikön korkoero ilman, että se kannustaisi pääomanliikkeisiin (Tobin 1978, 155). Kahdeksan prosenttiyksikön korkoero syntyy siitä, että yhden prosentin vero peritään kahteen kertaan, silloin kun sijoitus tehdään ja silloin kun se erääntyy. Näin kolmen kuukauden sijoituksesta syntyy kahden prosentin vero eli vuositasolla kahdeksan prosenttia. Vuoden maturiteetilla koroissa voisi olla kahden prosenttiyksikön korkoero.

Tobinin ehdotus perustui 1960- ja 1970-luvuilla yleisimmin käytettyyn avoimen talouden malliin. Tämän ns. Mundell-Fleming -mallin mukaan rahapolitiikka on tehoton kiinteiden kurssien tapauksessa. Rahapolitiikan kevennys johtaa vastaavaan pääoman vientiin, mikä eliminoi likviditeetin lisäyksen. Kelluvat kurssit puolestaan tekevät finanssipolitiikan tehottomaksi. Finanssipolitiikan kevennys lisää kotimaista kysyntää, mistä syystä valuuttakurssin täytyy vahvistua ja nettoviennin vähentyä.

Tobinin maailmankuvassa valuuttamarkkinat toimivat ilman ankkuria. Siksi kurssit eivät kovinkaan hyvin heijasta talouden perustekijöitä, vaan lyhytaikaisia spekulatiivisia pääomanliikkeitä. Samalla kun ne heikentävät raha- ja finanssipolitiikan tehoa kehittyneissä maissa, lyhytaikaiset pääomanliikkeet tekevät kehitysmaat haavoittuviksi. Toisinaan pääomantuonti on liiallista, mikä vahvistaa näiden maiden reaalista valuuttakurssia. Tosinaan taas pääoma pakenee yhtäkkisesti, mikä ajaa maat kriisiin. Valuuttamarkkinoilla toimivat spekuloidijat olivat Tobinille samankaltaisia toimijoita kuin osakesijoittajat

Keynesille, jotka löivät vetoa siitä, mitä muut mahtavat ajatella osakkeen arvosta (kauneuskilpailumetafora).

Komission ehdotus rahoitustransaktioverosta poikkeaa Tobin-veron nimellä tunnetusta valuutanvaihtoverosta. Tobinin ehdotuksessa (vuodelta 1978) puhutaan ainoastaan valuutan avistakauppaan sovellettavasta verosta, kun taas komission ehdotuksessa vero kohdistettaisiin lähes kaikkiin rahoitustransaktioihin vähittäispankkitoimintaa (talletukset ja luotot) ja uus emissioita lukuun ottamatta.

Rahapolitiikan ympäristö ja doktriini ovat molemmat muuttuneet 1970-luvun lopun olosuhteista, jolloin Tobin oman ehdotuksensa muotoili. Inflaatiotavoitteen omaksuminen on luonut nimellisille suureille ankkurin, mikä on ankkuroinut myös valuuttakurssiodotuksia. Tämä ei ole sulkenut pois väärinhinnoittelun mahdollisuuksia, mistä riskipreemioiden liiallinen supistuminen 2000-luvulla on hyvä esimerkki. Väärinhinnoittelu ei ole syntynyt siellä, missä transaktioiden volyyymi on suurinta. Asuntomarkkinat ja asuntoluottomarkkinat eivät millään tavoin edusta nopeata kaupankäyntiä. Niillä markkinoilla transaktiokustannukset ovat korkeimmasta päästä.

Lyhytaikaisen pääomantuonnin ja sen aiheuttaman valuutan vahvistumisen pelko, mikä olisi ollut Tobinin huoli, ei 2000-luvulla ollut se tekijä, joka olisi hillinnyt Fedin halukkuutta nostaa korkoja asuntokuplan vaimentamiseksi. Kiinan ja muiden ylijäämämaiden kiinnostusta sijoittaa USA:n valtionpapereihin tuskin voi pitää erityisen spekulatiivisena toimintana.

Yksi alue, joka mahdollisesti on vaikuttanut rahapolitiikkaan Tobinin esittämällä ei-toivotulla tavalla, on ns. *carry trade* eli korkoerokauppa. Tällainen kauppa perustuu siihen, että kattamaton korkopariteetti harvoin toteutuu siten, että alhaisen koron valuutta vahvistuu ja korkean koron valuutta heikkenee yhdenmukaistaen tuotot. Korkoerojen pysyvyys luo houkutuksen lainata alhaisen koron valuutassa ja sijoittaa korkean koron valuuttaan. Tämä voi saada aikaan ei-toivottuja valuuttakurssimuutoksia, joihin keskuspankit joskus joutuvat reagoimaan, vaikka valuuttakurssi on kelluva.<sup>11</sup> Tobinin ehdotus valuutanvaihtoveron soveltamisesta olisi todennäköisesti vähentänyt tämänkaltaista destabiloivaa käyttäytymistä.<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Korkoerokaupankäynti vaikuttaa destabiloivasti, mikäli se vahvistaa ylikuumenemista pääomantuonnin kohteena olevassa maassa (Plantin ja Shin 2011). Esimerkkeinä 2000-luvulta voi mainita Australian ja Brasilian.

<sup>12</sup> Shin ja Subramanian (2013) esittävät teoreettisen kahden maan mallin, jossa valuuttamääräisille sijoituksilla sovelletun Tobin-veron alentaa kuluttajien hyvinvointia kiinteiden valuuttakurssien tapauksessa mutta nostaa sitä kelluvien kurssien tapauksessa. Syynä jälkimmäiseen tulokseen on se, että vero eliminoi ei-informoidut (*noise traders*) toimijat rajat yli tapahtuvasta sijoitustoiminnasta. Tuloksen vaikuttaa se, että reaalin valuuttakurssi on sisällytetty keskuspankin tappiofunktioon.

Tätä näkökulmaa ei ole nostettu esiin Euroopassa rahoitustransaktioverosta käydyssä viimeaikaisessa keskustelussa, jossa on keskitytty lähinnä euroalueen sisäiseen kehitykseen.

Komission ehdotuksessa EKP:n transaktiot on jätetty veron ulkopuolelle. Perusteluna on se, että verolla ei haluta vaikuttaa rahapolitiikan operaatioihin. Veron voimaantulo ehdotetussa muodossa vaikuttaisi kuitenkin rahapolitiikan operaatioihin ja rahapolitiikan välittymiseen mitä suurimmassa määrin.

Ennen kriisiä rahapolitiikan välittyminen tapahtui siten, että EKP sääteli säännöllisillä rahamarkkinaoperaatioillaan pankkijärjestelmän likviditeettiä siten, että eonia-korko asettui likimain perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskoron tasolle. Tähän päästiin tarjoamalla huutokaupassa likviditeettiä vain sen verran kuin pankkijärjestelmän arvioitiin sitä tarvitsevan. Koska pankit halusivat välttää turvautumisen EKP:n maksuvalmiusluottoon tai yli yön - talletusfasilitettiin, ne pyrkivät tasoittamaan keskinäiset likviditeettitarpeensa ostamalla ja myymällä likviditeettiä eripituisille periodeille pankkien välisillä markkinoilla. Pääosa pankkien välisistä transaktioista tapahtui hyvin lyhyillä periodeilla (yhdestä päivästä viikkoon). Pidemmät rahamarkkinakorot muodostuivat myös pankkien välisillä markkinoilla. Niissä näkyivät muun muassa markkinoiden odotukset lähikuukausien korkopäätöksistä. Näin pankkien väliset markkinat toimivat keskeisenä rahapolitiikan välittymiskanavana. Ne välittivät sekä likviditeettiä että informaatiota.

Kriisin aikana pankkien välinen vakuudeton rahamarkkinakaupankäynti on vähentynyt. Pankit turvautuvat aiempaa suuremmassa määrin EKP:n tarjoamaan likviditeettiin tai käyvät keskenään vakuudellista rahamarkkinakauppaa, repokauppaa. Tällaisessa kaupassa pankki A ottaa lainaa pankista B myymällä tälle arvopaperin ja sitoutuu samalla ostamaan sen takaisin erääntymispäivänä. Rahapolitiikka välittyy tämän kanavan kautta samalla tavalla kuin ennen kriisiä vakuudettoman rahamarkkinakaupan välityksellä.

Tämä rahapolitiikan keskeinen välittymiskanava tuhoutuu, jos transaktiovero otetaan komission ehdottamassa muodossa käyttöön, jolloin se koskee suoraa rahamarkkinakauppaa että repokauppaa pankkien välillä. Kehikossa 2 on esimerkkilaskelman avulla osoitettu, miten transaktioveron aiheuttama kustannus tekisi repokaupan avulla tapahtuvan likviditeetin taasaamisen niin kalliiksi, että transaktioita ei kannattaisi tehdä. Jos pankilla on lyhytaikainen likviditeetin tarve, sen kannattaisi aina turvautua EKP:n maksuvalmiusluottoon, koska siellä kustannus on halvempi.

## Kehikko 2. Transaktioveron vaikutus repolainauksen kustannuksiin\*

Oletetaan, että veroalueella sijaitseva pankki hankkii 100 000 000 euron edestä rahoitusta viideksi päiväksi 1 % vuotuisella korolla. Rahoitus on toisin sanoen halvempaa kuin turvautuminen EKP:n maksuvalmiusluottoon 1,5 % korolla. Kustannus pankille tästä transaktiosta on vajaat 14 000 euroa ( $100\,000\,000 * 0,01 * 5/360 = 13\,889$  euroa).

Komission ehdotuksessa repotransaktiot kuuluvat veron piiriin. Edellä kuvatussa tapauksessa pankki joutuu maksamaan veron kahteen kertaan, mistä tulee 200 000 euron lisäkustannus ( $100\,000\,000 * 0,001 * 2$ ). Vuotuiseksi koroksi muutettuna tämä merkitsisi 14 prosentin lisäkorkoa:  $(200\,000/100\,000\,000) * (360/5)$ .

Jos transaktion molemmat osapuolet olisivat veroalueella toimivia pankkeja, ne maksaisivat yhteensä 400 000 euron veron. Käytännössä toista osapuolta ei veroalueelta löytyisi, koska vero olisi suurempi kuin repolainauksen tuotto.

---

\*Esimerkki on lainattu mukaillen julkaisusta Central Bank of Ireland ja ESRI (2012).

Näin EKP:n maksuvalmiusjärjestelmä korvaisi pankkien väliset rahamarkkinat. Sen seurauksena lyhyet rahamarkkinakorot, erityisesti euribor, tulisivat tarpeettomiksi ja siihen sidotuilta viitekoroilta ja koronvaihtosopimuksilta katoaisi pohja. Vaikutukset siirtyisivät suoraan valuuttaswap-markkinoille ja muille markkinoille, missä hinnoittelupohjana käytetään rahamarkkinakorkoja. Transaktiovero sotkisi myös korkojen aikarakennetta koskevat relaatiot ja vääristäisi korkokäyrää, sillä useampi lyhytaikainen korkosijoitus joutuisi moninkertaisen verotuksen kohteeksi verrattuna yhteen pitempään korkosijoitukseen.<sup>13</sup>

Rahamarkkinakorkojen häviäminen tai ainakin niiden informaatioarvon olennainen heikkeneminen vaikuttaisi myös pitkiin korkoihin, koska niissä heijastuvat odotukset tulevista rahamarkkinakoroista. Pitkien korkojen informaatioarvoa heikentäisi myös transaktiokustannusten nousu markkinatakaustoiminnan vähentyessä tai loppuessa. Lisäksi jälkimarkkinakaupankäynti joukkovelkakirjoilla mutta myös osakkeilla saattaisi segmentoitua siten, että veroalueen vastapuolille annettaisiin eri hintaa kuin veroalueen ulkopuolisille vastapuolille.

Yksi mahdollisuus on, että euron rahamarkkinakaupankäynti siirtyisi likimain kokonaan veroalueen ulkopuolelle, esimerkiksi lontoolaisten pankkien taseisiin. Näihin pankkeihin kuului-

---

<sup>13</sup> Tämä voi olla puhtaasti akateeminen kysymys, mikäli pankkien välinen rahamarkkinakauppa tyrehtyy täysin.

sivat euroalueen pankkien tytäryhtiöt. Transaktiovero toisin sanoen synnyttäisi euro-euro -markkinat samaan tapaan kuin euro-dollar -markkinat syntyivät ja laajenivat 1960-luvulla amerikkalaisen säätelyn ja Fedin rahapolitiikan ulkopuolella.

Veroa ei kuitenkaan voisi kokonaan kiertää, koska komission ehdotuksessa on pyritty tukkimaan kaikki mahdollisuudet siirtää veropohjaa alueen ulkopuolelle. Silloin rahapolitiikan välittyminen ei tapahtuisi yhtäläisesti ja reaaliaikaisesti koko euroalueella.

## Kirjallisuus

- Almenberg, J. ja Wiberg, M. (2012), "Skatt på finansiella transaktioner [Pening- och valutapolitik](#) Nr 1: 84–102.
- Central Bank of Ireland ja ESRI (2012), The ), [The EU financial transactions tax proposal: a preliminary evaluation: a preliminary evaluation](#), Dublin: Central Bank of Ireland and ESRI, April.
- Bordolo, J. (2011), "Taxing Financial Transactions: An Assessment of Administrative Feasibility", IMF Working Paper [WP/11/185](#).
- Demsetz, h. (1968), "The cost of transacting", [Quarterly Journal of Economics](#) 83: 22–53.
- Der Spiegel (2001), "Die misbrauchen meine Nahme", James Tobinin haastattelu, Der Spiegel, 3 September.
- Euroopan komissio (2011), "Ehdotus: Neuvoston direktiivi yhteisestä finanssitransaktioverojärjestelmästä ja direktiivin 2008/7/EY muuttamisesta", ", [KOM\(2011\)594](#) lopullinen, Bryssel 28.9.2012
- Euroopan komissio (2012), Proposal for a Council Decision authorising enhanced cooperation in the area of financial trans-action tax", [COM\(2012\) 631](#) 631 final/2, Brussels, 25.10.2012.
- Euroopan komissio (2013a), "Proposal for a council directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax", [COM\(2013\) 71](#) 71 final, Brussels, 14.2.2013.
- Euroopan komissio (2013b), "Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Council Directive implement-ing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax. Analysis of policy options and impacts, Commission Staff Working Document", [SWD\(2013\) 28](#) 28 final, Brussels, 14.2.2013.
- Matheson, T. (2011), "Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence", IMF Working Paper No. 11/54.
- Plantin, G. ja Shin, H.S. (2011). Carry Trades, Monetary Policy and Speculative Dynamics. CEPR Discussion Paper DP 8224.
- Shin, C.K. ja Subramanian, C. (2013), "Monetary Policy and Tobin Taxes: A Welfare Analysis", Management School, Queen's University of Belfast (unpublished).
- Summers, L. ja Summers, V. (1989), "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case For a Securities Transactions Tax", *Journal of Financial Services Research* 3: 261-286.
- Suvanto, A. (1993), *Foreign Exchange Dealing. Essays on the Microstructure of the Foreign Exchange Market*, Helsinki: ETLA A19.
- Tobin, J. (1974), *The New Economics One Decade Older*, Princeton: Princeton University Press.
- Tobin, J. (1978), "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal* 4: 153–159.
- Tobin, J. (1984), "On the efficiency of the financial system", *Lloyds Bank Review* 153: 1–15.
- Tobin, J. (1995), "The case for a tax on international monetary transactions", CCPA conference in Ottawa.
- Tobin, J. (2001), "An idea that gained currency but lost clarity", *Financial Times*, 11 September.
- Valtioneuvosto (2011), "Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta neuvoston direktiiviksi yhteisestä finanssi-transaktioverojärjestelmästä [U 49/2011 vp](#), 17.11.2011.
- Umlauf, S. (1993), "Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market", *Journal of Financial Economics* 33: 227–240.
- Westerholm, J. (2003), "The Impact of Transaction Costs on Turnover, Asset Prices and Volatility: The Cases of Sweden's and Finland's Security Transaction Tax Reductions", ", [Liiketaloudellinen aikakauskirja](#), N:o 2: 213–241.
- Wiberg, M. (2013), "We tried a Tobin tax and it didn't work", *Financial Times*, April 15.
- Vuorenmaa, T. (2012), "Ultranopean automatisoidun kaupankäynnin hyvät, pahat ja rumat", [Kansantaloudellinen aikakauskirja](#) 108: 406–415.