

# Tobins belasting op kort kapitaal

Met de opheffing van kapitaalcontroles en de elektronische revolutie van de jaren tachtig en negentig zijn de wereldwijde kapitaalstromen niet alleen gigantisch in omvang toegenomen, maar is ook hun snelheid en flexibiliteit enorm gegroeid. Dit betekent dat debiteurlanden steeds meer kunnen profiteren van de beschikbaarheid van buitenlandse besparingen om hun binnenlandse investeringen, en daarmee hun groeivoeten, te verhogen. Het feit dat toegenomen flexibiliteit het voor buitenlandse crediteuren ook gemakkelijker maakt om hun kapitaal snel weer terug te trekken vormt echter de keerzijde van de medaille. Zowel rijke als arme landen worden hier steeds sterker mee geconfronteerd. In 1991 en 1992 werden in de Europese Unie diverse speculatieve aanvallen ingezet tegen valuta als de lire, het pond, en de peseta. Eind 1994 kwam Mexico, dat kort daarvoor nog was geprezen voor haar stabiele macro-economische beleid, plotseling in grote problemen toen beleggers hun peso-investeringen terugtrokken.

Internationale financiële markten lijken niet meer zo efficiënt te werken als tot voor kort werd aangenomen. 'Kudgedrag' komt steeds vaker voor: als enige grote beleggers zich uit een markt terugtrekken volgen direct alle anderen. Een ander probleem is de onvoorspelbaarheid van omslagpunten: gedurende de tweede helft van 1994 werd duidelijk dat de Mexicaanse peso steeds meer overgewaardeerd raakte, maar minder duidelijk is waarom de bom pas half december barstte. Deze ontwikkelingen baren zorgen, omdat financiële markten steeds sterker goederen- en arbeidsmarkten beïnvloeden, waar aanpassingen doorgaans veel trager zijn. Zo kunnen plotselinge grote kapitaalimporten op korte termijn leiden tot reële appreciatie en hogere binnenlandse inflatie, met als gevolg bij voorbeeld respectievelijk grotere werkloosheid in de exportsector, en een reële inkomensvermindering van gepensioneerden.

De vrees dat met name bewegingen van kort kapitaal (met een looptijd van minder dan één jaar), die vaak nauwelijks door fundamentele economische ontwikkelingen lijken te worden bepaald, een steeds sterker destabiliserende werking krijgen, heeft geleid tot hernieuwde belangstelling voor een oud voorstel van Nobelprijswinnaar James Tobin om een belasting op (kort) kapitaal in te stellen<sup>1</sup>. De belangrijkste doelstelling van zo'n *Tobin tax* is om wisselkoersen inherent stabiel te maken, en op die manier handelaren en lange-termijninvesteers meer stabiliteit te bieden. Bovendien kunnen door het instellen van een *Tobin tax* binnenlandse en buitenlandse rentevoeten (iets) van elkaar verschillen, waardoor nationale monetaire politiek wat meer armslag krijgt.

Een *Tobin tax* zou in principe twee vormen kunnen aannemen. In de eerste plaats kan men denken aan een ad valorem belasting, van bij voorbeeld

een 0,5% per transactie. Dit zal bij een lange-termijninvestering (van tien jaar) niet zo'n groot effect hebben: na repatriëring bedragen de jaarlijkse kosten dan  $(2 \times 0,5\%) / 10 = 0,10\%$  van de transactie.

Voor een drie maanden durende belegging kunnen de kosten echter aardig oplopen:  $(2 \times 0,5\%) / 0,25 = 4,0\%$  op jaarbasis. Als mogelijk alternatief stellen Eichengreen et al. voor om binnenlandse financiële instellingen te verplichten om bij elke lening aan niet-ingezetenen een niet-rente-dragend deposito, proportioneel aan de lening, bij de Centrale Bank te plaatsen. De dis-incentive wordt dan gevormd door de gedeefde rente.

Het grootste probleem van het invoeren van een *Tobin tax* is de praktische toepasbaarheid<sup>2</sup>. Om te beginnen zal invoering op een wereldwijde schaal moeten geschieden, omdat anders belastbare transacties voor een groot deel naar niet-aangesloten financiële centra zullen verdwijnen. Er zijn veel belastingparadijzen op deze wereld, en het is zeker niet onmogelijk dat een aantal van hen deze kans aan zouden grijpen om een deel van de wél-aangesloten financiële markten over te nemen. Verder is de ervaring dat het instellen van reguleringen calculerende burgers stimuleert om wegen te vinden om deze te ontduiken. Stel dat een Franse instelling dollars wil kopen, maar geen zin heeft om daar een *Tobin tax* over te betalen. In plaats van een gewone valutatransactie af te sluiten, dan kan zij bij voorbeeld Franse overheidsobligaties kopen, deze ruilen met een Amerikaanse instelling en de aldus verworven Treasury Bonds dezelfde dag nog tegen dollar-deposito's omwisselen. Als op dit soort transacties dan ook een *Tobin tax* zou worden geheven, zullen er weer andere mogelijkheden worden gezocht (en gevonden). Met elke vluchtweg zal de allocatieve efficiëntie van kapitaalmarkten wat meer dalen. Ten slotte bestaat er een gerede kans dat politici misbruik zullen maken van de hun geboden additionele beleidsruimte. Deze kan immers ook benut worden om noodzakelijke beleidsaanpassingen uit te stellen.

De discussie gaat niet zo zeer over de (on)wenselijkheid van het beperken van korte kapitaalstromen, als wel om de vraag of er praktische haalbare maatregelen te vinden zijn. De *Tobin tax*, hoewel in theorie effectief, zou juist door de veranderlijkheid, die zo kenmerkend is voor kapitaalstromen, in de praktijk haar doel kunnen missen.

**Thijs de Ruyter van Steveninck\***

\* De auteur is verbonden aan de vakgroep Toegepaste economie van de Erasmus Universiteit Rotterdam en het Tinbergen Instituut.

1. B. Eichengreen, J. Tobin en C. Wyplosz, Two cases for sand in the wheels of international finance, *The Economic Journal*, januari 1995, blz. 162-172.

2. P. Garber en M. Taylor, Sand in the wheels of foreign exchange markets: a sceptical note, *The Economic Journal*, januari 1995, blz. 173-180.