Κ. Πρόεδρε, 3/10/2001

- Ίσως ερωτηθείτε για το φόρο Τόμπιν. Στο Ενέδριο. Σας είχα στείλει ενημερωτικό. Εδώ, παραθέτω λεπτομερέστερο άρθρο

- Το άρθρο του Economist για την Παγκοσμιοποίηση εκθέτει τη συντηρητική άποψη. Είναι, όμως, τεκμηριωμένο. Το διαβάζεις αν έχεις εξαιρέτο χρόνο!!

Γε. Χαρδουβέλης

κ. Δέμελη
εωσότου θα εγκωμιάσω.
Θα το διαβάσω πάλι το
βάζω στο φάκελλο
για τον ωροδιοικητή
Διακυβέρνηση
να το δούμε ευκαιρ.
16/10/01

Ο φόρος Τόμπιν και οι κερδοσκόποι

Του ΓΚ. ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗ

Σκοπός του Τζέιμς Τόμπιν ήταν να μπει ένας «κόκκος άμμου» στους μηχανισμούς της διεθνούς κερδοσκοπίας. Μπορεί, άραγε, να εξυπηρετήσει αυτόν τον στόχο ο ομώνυμος φόρος χωρίς να πλήξει τις ίδιες τις αγορές;

ΜΕ ΑΦΟΡΜΗ τον διάλογο στο προηγούμενο τεύχος του «Οικονομικού Ταχυδρόμου» σχετικά με τον φόρο Τόμπιν, θα ήθελα να επεκταθώ λίγο περισσότερο στην ανάλυση του ζητήματος. Αυτή η ανάλυση είναι ιδιαίτερα αναγκαία, αφού ο φόρος Τόμπιν έχει αποκτήσει σημαντική πολιτική διάσταση, τον τελευταίο καιρό, μετά την πρόταση του πρωθυπουργού της Γαλλίας, **Λιονέλ Ζοσπέν,** υπέρ της επιβολής τέτοιου φόρου. Η πρόταση αυτή πυροδότησε σειρά δηλώσεων από παράγοντες της πολιτικής και οικονομικής ζωής. Επί παραδείγματι, ο επίτροπος της ΕΕ **Πασκάλ Λαμί,** αρμόδιος για το εμπόριο, υποστήριξε ότι η παγκόσμια οικονομία έχει ανάγκη από την καθιέρωση σκληρών ελεγκτικών μέτρων σχετικά με τις «περίεργες» ροές κεφαλαίων, πρόσθεσε, όμως, ότι η φορολόγηση της διακίνησης κεφαλαίων δεν θα ήταν αποτελεσματική. Ο **Ερνστ Βέλτεκε,** διοικητής της Bundesbank, χαρακτήρισε την όλη ιδέα του φόρου Τόμπιν «*πολύ δαπανηρή και αναποτελεσματική όσον αφορά την πάταξη των κερδοσκοπικών κινήσεων*». Αντιρρήσεις εξέφρασε ακόμη και ο γάλλος υπουργός Οικονομικών **Λοράν Φαμπούς,** υποστηρίζοντας πως η υλοποίηση του φόρου Τόμπιν είναι ανέφικτη. Πάντως, παρά την αρχικώς αρνητική αντίδραση, το θέμα είναι σημαντικό, παραμένει ανοικτό και θα μας απασχολήσει στο άμεσο μέλλον, αφού η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέλαβε να το μελετήσει σε μεγαλύτερο βάθος.

Η πρόταση εφαρμογής του φόρου Τόμπιν δεν είναι καινούργια στην ευρωπαϊκή πολιτική σκηνή. Την περασμένη δεκαετία αναζωπυρώθηκε, την περίοδο 1992-1993, κατά τη διάρκεια κρίσης του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και την αποσταθεροποιητική δραστηριότητα των hedge funds, που είχαν τότε δημιουργηθεί και αποκτήσει σημαντική δύναμη πρώτη φορά. Στη συνέχεια, όμως, με τη δρομολόγηση της Οικονομικής και Νομισματικής Ενωσης, ο φόρος Τόμπιν ξεχάστηκε. Σήμερα, μετά τη δημιουργία της ευρωζώνης, μπαίνει στην ευρωπαϊκή ατζέντα, όχι ως μεμονωμένο ενδο-ευρωπαϊκό θέμα, αλλά ως διεθνές ζήτημα, στο οποίο η Ευρώπη καλείται να λάβει θέση.

Ο κ. Γκίκας Α. Χαρδούβελης είναι καθηγητής Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, οικονομικός σύμβουλος του Πρωθυπουργού.

Το 1978, ο καθηγητής του Γέιλ, **Τζέιμς Τόμπιν,** πρότεινε την επιβολή ενός μικρού φόρου, το πολύ έως 0,5%, στις βραχυπρόθεσμες διασυνοριακές κινήσεις κεφαλαίων, με στόχο την προστασία των χωρών από την κερδοσκοπική δραστηριότητα όσων αναζητούν μεγάλες αποδόσεις σε μικρό χρονικό διάστημα[1].

Η δραστηριότητα των κερδοσκόπων, που «στοιχηματίζουν» ως προς την κατεύθυνση που θα κινηθούν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβολή των ισοτιμιών προς την κατεύθυνση της προσδοκίας των κερδοσκόπων και όχι αναγκαστικώς προς την κατεύθυνση που υποδεικνύει η πραγματική οικονομική κατάσταση των χωρών. Το αποτέλεσμα είναι να εμφανίζονται υπέρμετρες διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, πίσω από τις οποίες βρίσκεται το εύρος διακύμανσης στις προσδοκίες των κερδοσκόπων, αλλά και επιθέσεις στα εθνικά νομίσματα χωρών, που συχνά δεν δικαιολογούνται με βάση μια ψύχραιμη ανάλυση των οικονομικών δεδομένων.

Ο ίδιος ο Τόμπιν, αν και πρότεινε τα έσοδα του φόρου να διοχετευθούν σε έναν διεθνή οργανισμό, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, δεν είδε τον φόρο αυτό ως πηγή εσόδων για τη χρηματοδότηση κοινωφελών σκοπών σε παγκόσμια κλίμακα. Μάλιστα, σε πρόσφατη συνέντευξή του στο γερμανικό περιοδικό «Σπίγκελ», τήρησε αποστάσεις από ένα δεύτερο τέτοιο στόχο, όπως η άντληση εσόδων.

Η σύνδεση του φόρου Τόμπιν με τον τρόπο χρηματοδότησης της προσπάθειας καταπολέμησης των ανισοτήτων σε διεθνή κλίμακα μοιάζει επιφανειακά ελκυστική και πείθει εύκολα τον πολίτη, αφού έτσι χρηματοδοτείται ένας κοινωφελής σκοπός, η καταπολέμηση των ανισοτήτων, με μια δεύτερη κοινωφελή πράξη, την πάταξη της παγκόσμιας κερδοσκοπίας –, δηλαδή «με έναν σμπάρο, δυο τρυγόνια». Η σύνδεση, όμως, αυτή δεν βρίσκει απολύτως σύμφωνη την πλειονότητα των οικονομολόγων, αφού, με το να συνδέονται δύο διαφορετικοί στόχοι, περιορίζονται οι βαθμοί ελευθερίας της οικονομικής πολιτικής των επιμέρους κρατών. Τα ανεπτυγμένα κράτη θα πρέπει να συνεισφέρουν στον περιορισμό των διεθνών ανισοτήτων και υπάρχει συγκεκριμένος στόχος βοήθειας, που ισοδυναμεί με το 0,7% του ΑΕΠ κάθε ανεπτυγμένης χώρας. Δεν χρειάζεται, όμως, να τους επιβληθεί με το «έτσι θέλω» μια συγκεκριμένη μέθοδος χρηματοδότησης της συμβολής τους. Αυτή φαίνεται να είναι και η σημε-

ρινή πολιτική θέση ορισμένων ευρωπαϊκών χωρών, οι οποίες μάλιστα υπερκαλύπτουν τον στόχο του 0,7% του ΑΕΠ.

Από την άλλη, με τον φόρο Τόμπιν, διευκολύνεται πρακτικά ο παγκόσμιος συντονισμός χρηματοδότησης της καταπολέμησης των ανισοτήτων, τουλάχιστον για τις χώρες που έχουν ανεπτυγμένες αγορές συναλλάγματος. Επιπλέον, κατά τη γνώμη μου, αν είναι να επιβληθεί κάποιος φόρος, τουλάχιστον ο φόρος Τόμπιν δεν έχει τις ίδιες συνέπειες για το παγκόσμιο εμπόριο που θα είχε η επιβολή άλλων εναλλακτικών φόρων, όπως οι δασμοί[2].

Μειώνει ο φόρος Τόμπιν την υπέρμετρη διακύμανση στις τιμές στυναλλάγματος; Αυτό είναι το κεντρικό ερώτημα, στο οποίο απαντά καταφατικά ο κ. *Τόμπιν* με την πρότασή του. Συμμερίζομαι την άποψή του, επειδή ο φόρος πλήττει κυρίως τους κερδοσκόπους, οι οποίοι συμβάλλουν στην αύξηση παρά στη μείωση διακύμανσης των τιμών συναλλάγματος.

Ο φόρος Tobin είναι τέτοιος, που επιβαρύνει περισσότερο όσους μπαίνουν και βγαίνουν συνεχώς στην αγορά συναλλάγματος, χωρίς να διακρατούν το συνάλλαγμα επί μακρό χρονικό διάστημα.

Επί παραδείγματι, έστω ότι ο φόρος είναι 0,1%, δηλαδή ένα χιλιοστό επί του συνολικού ποσού του συναλλάγματος που ανταλλάσσεται. Εστω ότι το εγχώριο επιτόκιο είναι 4%. Αν κάποιος επενδυτής με επενδυτικό ορίζοντα ενός έτους σκοπεύει να αγοράσει ξένο συνάλλαγμα, να επενδύσει για ένα χρόνο το κεφάλαιό του στο εξωτερικό και στο τέλος να το επαναπατρίσει, τότε για να επιτύχει απόδοση τουλάχιστον 4% θα πρέπει να έχει απόδοση στο εξωτερικό (συμπεριλαμβανομένης της ανατίμησης ή διολίσθησης του εγχώριου νομίσματος) τουλάχιστον ίση με 4,2%. Αν ο επενδυτικός του ορίζοντας είναι ενός μηνός, η ετησιοποιημένη απαιτούμενη απόδοση στο εξωτερικό ανέρχεται σε 6,4%. Αν ο ορίζοντας αφορά μια εβδομάδα, η απαιτούμενη απόδοση ανέρχεται σε 14,4%, και αν αφορά μόνο μία ημέρα, 77,1%!

Στην αγορά συναλλάγματος, το 40% των πράξεων αντιπροσωπεύει κινήσεις κεφαλαίων που επαναπατρίζονται σε λιγότερο από τρεις ημέρες! Ο φόρος Τόμπιν, αν και ελάχιστος στο παράδειγμά μας, θα ήταν απαγορευτικός για τέτοιου είδους πράξεις.

Το κύριο αντεπιχείρημα στην παραπάνω ανάλυση απαντά στο ότι ο φόρος Τόμπιν είναι μάταιος, αφού, ούτως ή άλλως, δεν θα προστάτευε κάποια χώρα σε περίπτωση επίθεσης στο νόμισμά της. Αν ο κερδοσκόπος περιμένει με σχετική βεβαιότητα υποτίμηση της τάξεως του 10% σε διάστημα ενός μηνός, αυτή αντιστοιχεί σε ετησιοποιημένη απόδοση τουλάχιστον 214%, που είναι πολύ μεγαλύτερη από το κόστος του φόρου Τόμπιν τον μήνα αυτόν. Αν περιμένει την υποτίμηση σε διάστημα μιας εβδομάδας, αυτή αντιστοιχεί σε πολύ μεγαλύτερη απόδοση, κ.ο.κ. Αυτό είναι σοβαρό αντεπιχείρημα, αλλά επισημαίνω ότι βεβαιότητα δεν υπάρχει ποτέ στις αγορές, ενώ ο φόρος εξακολουθεί να εμποδίζει τη δράση των κερδοσκόπων, έστω και αν δεν είναι τόσο περιοριστικός σε σύγκριση με τις προσδοκίες τους για υπέρογκα κέρδη από την υποτίμηση.

Υπάρχουν αντιρρήσεις και στη δεύτερη πρόταση, ότι δηλαδή η παρεμπόδιση των κερδοσκόπων μειώνει την υπερβάλλουσα διακύμανση στην αγορά συναλλάγματος. Η πρώτη αντίρρηση έγκειται στο ότι όλοι όσοι διαθέτουν μικρό επενδυτικό ορίζοντα δεν είναι αναγκαστικώς κερδοσκόποι. Μπορεί, για παράδειγμα, να αντισταθμίζουν κάποια θέση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου με κυλιόμενες θέσεις σε προθεσμιακές αγορές συναλλάγματος. Η δεύτερη αντίρρηση είναι ότι οι κερδοσκόποι προσφέρουν ρευστότητα στην αγορά και βοηθούν σε ταχεία αποκάλυψη της σωστής τιμής, δεν ωθούν αναγκαστικώς την τιμή σε υπερβολικά επίπεδα[3].

Η ανάλυση και η εμπειρία των τελευταίων 30 ετών με τις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν καταδείξει ότι τα παραπάνω αντεπιχειρήματα καταρρίπτονται σχετικά εύκολα. Η συντριπτική πλειονότητα των ανθρώπων με μικρούς επενδυτικούς ορίζοντες είναι κερδοσκόποι. Επίσης, μελέτες που άπτονται των προσδοκιών των χρηματομεσιτών της αγοράς συναλλάγματος δείχνουν ότι (οι προσδοκίες τους) επιδεινώνουν τη διακύμανση των τιμών. Τέλος, είναι ξεκάθαρο ότι την εποχή των κυμαινομένων ισοτιμιών υπάρχει σημαντική, υπερβάλλουσα, διακύμανσή τους, και αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι η διακύμανση στις πραγματικές ισοτιμίες είναι πολύ υψηλότερη σε σχέση με την αντίστοιχη διακύμανση κατά την εποχή των σταθερών ισοτιμιών.

Τέλος, αν και λόγω απουσίας του φόρου Τόμπιν δεν υπάρχουν εμπειρικές μελέτες για την επίδραση του συγκεκριμένου φόρου στη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, παρεμφερείς μελέτες για τη συμπεριφορά της διακύμανσης των τιμών των μετοχών μετά την επιβολή παρόμοιων περιορισμών, δείχνουν ότι τέτοιου είδους «φόροι», ή περιορισμοί, που αυξάνουν το κόστος των συναλλαγών, είναι αποτελεσματικοί στο να μειώνουν την υπερβάλλουσα διακύμανση[4].

Η δυνατότητα εφαρμογής του φόρου είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων, όπως η μικροδομή (microstructure) της παγκόσμιας αγοράς συναλλάγματος, η κινητικότητα και ευρηματικότητα των χρηματομεσιτών της αγοράς, το εύρος της βάσης, αλλά και το ύψος του φόρου. Γενικώς, όσο πιο αυστηρός είναι ο φόρος τόσο πιο δύσκολη γίνεται η εφαρμογή του, διότι οι παράγοντες της αγοράς θα καταβάλλουν συστηματικές προσπάθειες να τον αποφύγουν και, κρίνοντας από την ιστορία των καινοτομιών στις χρηματοοικονομικές αγορές, μπορεί να το πετύχουν κατά μεγάλο μέρος.

Σήμερα, η ημερήσια αξία των συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος υπερβαίνει τα 1,5 τρισεκατομμύρια δολάρια[5]. Από το ποσό αυτό, μόλις το 2% αντιπροσωπεύει τη χρηματοδότηση του διεθνούς εμπορίου, ενώ ένα σημαντικό ποσοστό, που αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου, αντιπροσωπεύει πράξεις αντιστάθμισης κινδύνου. Συνολικά, όμως, τουλάχιστον δύο στις τρεις πράξεις είναι βραχυχρόνιες πράξεις σε συνάλλαγμα, που δεν καταλήγει στον τελικό χρήστη, αλλά μεταφέρεται από χρηματομεσίτη σε χρηματομεσίτη σαν μια «ζεστή πατάτα».

Πρέπει να τονισθεί ότι η αγορά συναλλάγματος δεν είναι κεντρική αγορά, όπως τα χρηματιστήρια αξιών. Αποτελείται από ένα σύνολο αγορών σε διαφορετικές πόλεις της υφηλίου και με διαφορετικά ωράρια που καλύπτουν όλο το 24ωρο. Οι αγορές αυτές είναι εξωχρηματιστηριακές, με κανόνες που δεν είναι τελείως διαφανείς, και λειτουργούν ανάμεσα σε

χρηματομεσίτες (dealers, brokers), ο καθένας από τους οποίους υποστηρίζεται από τελικούς πελάτες, αλλά και από άλλους, ενδιάμεσους, χρηματομεσίτες. Η συναλλαγματική αγορά είναι μια αποκεντρωμένη αγορά, η μικροδομή της οποίας συνεπάγεται, εξ ορισμού, περισσότερες συναλλαγές ανάμεσα στους ενδιάμεσους χρηματομεσίτες και με πολύ ανταγωνιστικό κόστος συναλλαγών.

Αυτή η μικροδομή της αγοράς δεν θα παραμείνει αμετάβλητη, αν ο φόρος Τόμπιν μπορέσει να επιβληθεί στην αγορά. Είναι πολύ δύσκολο να προεξοφλήσει κανείς τι ακριβώς θα συνέβαινε, αλλά ούτε και η οικονομική θεωρία σε ό,τι αφορά τη μικροδομή των αγορών προσφέρει οδηγίες. Πάντως, το νέο αυξημένο κόστος στις συναλλαγές, εξ ανάγκης, αναμένεται να περιορίσει τον αριθμό των συναλλαγών και πολύ πιθανόν την αποκεντρωμένη δομή της αγοράς. Αιτία είναι ότι ώς και ένας μικρός φόρος, ύψους 0,1%, δηλαδή ενός χιλιοστού, αυξάνει υπερβολικά το κόστος των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Αν το εγχώριο επιτόκιο είναι 4%, για να προβεί σε «κερδοφόρο» αγορά και πώληση συναλλάγματος, την ίδια ημέρα, ένας χρηματομεσίτης, θα πρέπει να περιμένει ετησιοποιημένη απόδοση στο ξένο νόμισμα ύψους τουλάχιστον 77%!

Σε ένα υποθετικό καταστροφικό σενάριο, θα μπορούσαμε να δούμε τις πράξεις συναλλάγματος να μειώνονται στο 1/3 του συνόλου των πράξεων που γίνονταν πριν από την επιβολή του φόρου. Θα μπορούσαμε να δούμε να καταστρέφονται οι αγορές παραγώγων σε συνάλλαγμα, αν φορολογηθούν με βάση τη νοητή τους αξία και με τον ίδιο συντελεστή, όπως οι τρέχουσες αγορές. Μάλιστα, το τελικό αποτέλεσμα θα ήταν να μειωθούν τα προσδοκώμενα έσοδα στο 1/3 των αναμενομένων με βάση τη σημερινή κατάσταση, και οι φορολογούμενοι να μην είναι πλέον οι «κακοί» κερδοσκόποι, αλλά οι μακροχρόνιοι επενδυτές που επιθυμούν να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους διεθνώς, οι επιχειρηματίες που με τη δραστηριότητά τους δημιουργούν νέες θέσεις εργασίας σε διεθνές επίπεδο, ή όσοι χρησιμοποιούν τις αγορές για να αντισταθμίσουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο! Βεβαίως, είναι αδύνατον να επιβληθεί ο φόρος Τόμπιν και να μην προσπαθήσει η αγορά να τον αποφύγει. Το παραπάνω καταστροφικό σενάριο αποτελεί μάλλον «χρηματοοικονομική φαντασία». Η αγορά θα αποφύγει τον φόρο και με μικρό, οριακό, κόστος, αν ο φόρος δεν επιβληθεί συντονισμένα από όλες τις ανεπτυγμένες χώρες και αν δεν συμμορφωθούν οι φορολογικοί παράδεισοι. Ο ίδιος ο *Τζέιμς Τόμπιν* προειδοποίησε ότι για να γίνει η ιδέα του πραγματικότητα θα πρέπει να υπάρξει διεθνής συμφωνία, στην οποία θα συμμετέχουν όλες οι χώρες. Διαφορετικά, τα κερδοσκοπικά κεφάλαια απλώς θα «μετακομίσουν» στις χώρες όπου δεν υπάρχει τέτοια φορολογία.

Ας θυμηθούμε το παράδειγμα της Σουηδίας, η οποία, αρχές της δεκαετίας του 1990, έχασε το 80% του τζίρου στις αγορές της επειδή επέβαλε παρόμοιο φόρο στις συναλλαγές, και τότε οι περισσότερες συναλλαγές μεταφέρθηκαν αθόρυβα στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, ή έπαψαν να εκτελούνται! Δεν είναι λοιπόν τυχαίο το γεγονός ότι η σοσιαλιστική Σουηδία, υπό το βάρος της πικρής εμπειρίας, είναι από τις πρώτες ευρωπαϊκές χώρες που εναντιώνονται ηχηρά στην πρόταση του γάλλου πρωθυπουργού για επιβολή φόρου Τόμπιν[6]. Είναι δυνατή μια παγκόσμια συμφωνία για κοινή αντιμετώπιση του φόρου Τόμπιν; Πολλοί τη θεωρούν ανέφικτη, καθώς υπάρχουν πολλές χώρες των οποίων η οικονομία στηρίζεται στο χρηματοοικονομικό σύστημα και οι οποίες ουδέποτε θα έδιναν τη συγκατάθεσή τους. Ιδίως, οι χώρες που έχουν ανεπτυγμένες αγορές παραγώγων αναμένεται να υποστούν τη μεγαλύτερη επίπτωση.

Αλλοι αναλυτές σημειώνουν πρόοδο υποστηρίζοντας ότι, ακόμη και αν όλα τα κράτη συμφωνούσαν σε κοινή φορολόγηση, οι αγορές θα έβρισκαν τρόπους να αποκρύψουν τις συναλλαγές, «βαπτίζοντάς» τις: «ανταλλαγές επιτοκίων», «δάνεια με ενέχυρο συνάλλαγμα», ή οτιδήποτε μπορεί να φαντασθεί ένας έξυπνος δικηγόρος, που να μην υπόκειται σε φορολόγηση.

Η τελευταία εκδοχή είναι μάλλον ακραία. Φυσικά και οι αγορές θα καινοτομήσουν ώστε να αποφύγουν τον φόρο, αλλά και οι εποπτικές αρχές δεν κοιμούνται τον ύπνο του δικαίου. Για παράδειγμα, με την εξάπλωση των συστημάτων πληρωμών σε πραγματικό χρόνο, είναι πιο εύκολη η διαπίστωση τέτοιων καινοτομιών από τις εντολές DVP (Delivery versus Payment)[7]. Η αντίδραση των εποπτικών αρχών έρχεται συνήθως με καθυστέρηση, και στο μεταξύ η εφαρμογή του φόρου ουσιαστικά έχει εξουδετερωθεί, σε μεγάλο βαθμό. Η επίδραση του φόρου βρίσκεται κάπου ενδιάμεσα.

> Η συντονισμένη φορολόγηση αναμένεται να αυξήσει το κόστος των συναλλαγών σε συνάλλαγμα και να μειώσει την κερδοσκοπία

Συνοψίζοντας, συντονισμένη φορολόγηση σε παγκόσμιο επίπεδο αναμένεται να αυξήσει το κόστος των συναλλαγών σε συνάλλαγμα, να μειώσει την κερδοσκοπία, να μειώσει την υπερβάλλουσα διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και να επιτύχει ορισμένα φορολογικά έσοδα. Από την άλλη, ο φόρος Τόμπιν αναμένεται να μειώσει το μέγεθος της αγοράς και να πλήξει ένα μέρος της ρευστότητας. Χρειάζεται, επομένως, ιδιαίτερη προσοχή στο ύψος του φόρου, αλλά και στην ακριβή αποτύπωση της φορολογικής βάσης.

(1) *J. Tobin*, «A Proposal for International Monetary Reform», ***«Eastern Economic Journal»***, vol. 4, July-October 1978, pp. 153-59.

(2) Ορισμένοι βλέπουν τον φόρο Τόμπιν και ως μέσο «μαζικοποίησης» του αιτήματος για μια άλλη πολιτική, μια άλλη κοινωνία σε διεθνές επίπεδο. Αυτό το θέμα ξεφεύγει από τα όρια της παρούσας ανάλυσης, που δεν είναι πολιτική.

(3) Είναι γνωστό το επιχείρημα του *Milton Friedman*, ότι, αν οι κερδοσκόποι αποσταθεροποιούσαν πραγματικά την αγορά, θα έπρεπε να αγοράζουν όταν η τιμή είναι ψηλά και να πωλούν όταν η τιμή είναι χαμηλά. Αν, όμως, έκαναν κάτι τέτοιο συστηματικά, θα έχαναν χρήματα και θα εξαφανίζονταν από την αγορά!

(4) *Βλ. Gikas Hardouvelis and Peter Theodossiou*, «The asymmetric relation between margin requirements and stock market volatility across bull and bear markets», ***«Review of Financial Studies»***, forthcoming, 2002. Επίσης, *Gikas Hardouvelis*, «Margin Requirements, Volatility, and the Transitory Component of Stock Prices», ***«American Economic Review»***, vol. 80(4), September 1990, pp. 736-62.

(5) Βλ. Bank for International Settlements, «Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998», Basle, May 1999.

(6) Βλ., για παράδειγμα, *E. Srejber*, «How do we create stability in financial markets?», Public hearing in the Riskdag, Stockholm, 3 April, 2001.

(7) Βλ. *R. Schmidt*, «A Feasible Foreign Exchange Transactions Tax», **North-South Institute**, Ottawa, Canada, July 1999.