

**TEORETSKA I PRAKTIČNA ODRŽIVOST TOBINOVOG POREZA**  
**THEORETICAL AND PRACTICAL SUSTAINABILITY OF TOBIN TAX**

Slobodan Lakić<sup>1</sup>

---

JEL Classification: H20, H21, N20;

*Original Scientific Papers*

Primljeno / Received: May, 2013

Prihvaćeno / Accepted: August 30, 2013

---

**Rezime**

Polazimo od pretpostavke da je praktična neefektivnost Tobinovog poreza realističnost uprkos značajnoj teoretskoj zasnovanosti. Originalni Tobinov predlog pretrpio je izvjesne korekcije koje fundamentalno derogiraju inicijalnu namjeru. Time su argumenti za i protiv poreza dovedeni u ravan neprepoznavanja stvarnih razloga i posledica implementacije poreza. Bazični cilj Tobina je bio „bacanje pijeska u točkove naših pretjerano efikasnih međunarodnih tržišta novca“. Teoretska i empirijska istraživanja poreza proširila su opseg političkog razmatranja i ekonomskih rasprava. Porez na finansijske transakcije ne može izvoršiti prominentan uticaj na finansijsku krizu i ustaljene špekulativne transakcije. Praktikabilnost i realističnost poreza imaju pretpostavku u dominantnom uticaju kreatora i kontrolora nove sovjetske finansijske arhitekture.

**Ključne riječi:** Tobinov porez, porez na finansijske transakcije (FTT), finansijski sistem, devizno tržište, valutne transakcije, špekulativna trgovina, stabilnost deviznog kursa, tržišna nestabilnost, monetarna reforma

**Abstract**

We start from the position that practical ineffectiveness of the Tobin tax is a reality despite the fact that it is theoretically based. The original Tobin's proposal has undergone certain corrections that fundamentally derogate the first intention. This has lead pros and cons of taxes to the level of a lack of recognition of real reasons and consequences of the implementation of tax. Tobin's basic goal was "throwing sand in the wheels of our excessively efficient international money markets". Theoretical and empirical research of taxes has been extended to the scope of political considerations and economic debates. The tax on financial transactions cannot exert a prominent influence on the financial crisis and established speculative transactions. Practical and realistic character of taxes has its grounds in the dominant influence of those who create and control the new world financial architecture.

**Key words:** Tobin tax, financial transaction tax (FTT), financial system, foreign exchange market, currency transactions, speculative trade, exchange rate stability, market volatility, monetary reform

---

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet Podgorica

## 1. PRISTUP PROBLEMU: SVRSISHODNOST OPOREZIVANJA

Argumenti za praktikabilnost originalnog Tobinovog poreza sastojali su se u sledećem. Devizno tržište je decentralizovano, „neregulisano“, visoko mobilno i inovativno. S obzirom da bi uvođenjem poreza u određenoj zemlji trgovanje njenom valutom bilo usmjereno ošor, neophodan je porez koji je globalno koordinisan. Postizanje neophodnog političkog konsenzusa je teško usled jakih podsticaja pojedinih zemalja da se isključe i ponude raj za oslobođenje od poreza. Čak i uz uspješnu implementaciju globalnog poreza, teško je prikupiti porez na mnoge finansijske i devizne aktive koje se koriste da posreduju u deviznim transakcijama. Moglo bi se očekivati kreiranje novih finansijskih instrumenata za bilo koju određenu verziju poreza.

Procjenjuje se da su tokom 2011. dnevne trgovine na deviznim tržištima bile na nivou od 4 trilion dolara, što je za manje od jedne godine 25 globalnih BDP. Špekulacije sa deviznim kursovima obuhvataju najmanje 80% globalnog deviznog tržišta. Brza i nepredvidljiva špekulativna kretanja prijetnja su iscrpljivanju deviznih rezervi centralnih banaka i iniciranju finansijskih kriza. Posledice su specifično socio-ekonomskog karaktera odvlačeći milione ljudi u siromaštvo i nezaposlenost. Kratkoročne valutne špekulacije su otežavale zemljama sprovođenje nezavisnih monetarnih politika brzim preusmjeravanjem novca između zemalja sa različitim kamatnim stopama.

Motivisan strahovitim posledicama kraha na berzi 1929, Kejnz je u knjizi Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca (1936) predložio uvođenje poreza (STT) na manje transakcije na sva berzanska trgovanja, kako bi se umanjila nestabilnost na domaćim berzama. Tobin je predložio manji porez na međunarodne valutne transakcije sa svrhom redukovanja destruktivnih špekulacija na deviznim tržištima. Porezom bi se uspostavila prva neophodna mjera kojom bi se ograničila ponovna učestalost povlačenja domaćeg kapitala iz zemlje ili kolaps finansijskih i bankarskih sistema. Prema Tobinu, predlogom bi se omogućilo da se „ubaci pijesak u točkove špekulacija“ na valute.

Za razliku od većine „reformi“ koje su predlagali MMF i G7, a koje su se odnosile na zemlje u razvoju, Tobinov porez je trebalo da obuhvati sve zemlje, počev od ekonomija najbogatijih i najrazvijenijih zemalja čije su valute u srcu finansijskog svijeta i čije politike imaju najveću težinu. Porez bi redukovao veličinu deviznog tržišta, a da ga sveukupno ne paralizuje. Omogućilo bi se da izvjesne špekulativne akcije budu neprofitabilne izbjegavanjem destruktivnih napada na valute. Argumenti protiv uvođenja poreza su se kretali od političkih do tehničkih poteškoća, uz apostrofiranje odsustva političkog realizma.

Prema Tobinu, nekoliko je razloga zbog kojih plivajući (floating) devizni kursevi nisu rješavali problem. Prije svega, nisu osigurali autonomiju nacionalnih makroekonomskih politika u svijetu međunarodne mobilnosti kapitala. Dalje, uprkos činjenici da je monetarna politika, u odnosu na fiskalnu, fleksibilniji i pristupačniji instrument domaće stabilizacije, poprilično je iluzorno da se izvrši „oslobađa-

nje“ domaće monetarne politike u uslovima fleksibilnih kurseva. U okolnostima plivajućih kurseva monetarna politika postaje politika deviznog kursa, uz međunarodne poteškoće kod pouzdanosti monetarne politike.

Treće, vlade ne mogu da budu indiferentne na promjene vrijednosti svojih valuta na deviznim tržištima. Nekoordinirajuće intervencije koje čine plivanje „prljavim“ prirodni su mehanizam odbrane od šokova koje devizna tržišta prenose na ekonomiju. Konačno, prema Tobinu, još jedno optimističko vjerovanje, koje su događaji pobili, sastoji se u tome da bi plivajući kursevi izolovali ekonomiju od šokova izvozne i uvozne tražnje. Mandel-Flemingov tip modela je sugerisao da bi šokovi trgovinskog bilansa bili u potpunosti apsorbovani sa deviznim kursovima bez prilagođavanja domaćeg outputa ili cijena, što uvijek neće biti slučaj.

Globalna infrastruktura za obavljanje plaćanja za svrhe saldiranja trgovanja na deviznom tržištu predstavlja podršku. Infrastruktura međubankarskih (ili na veliko) deviznih plaćanja visoko je organizovana, centralizovana i regulisana. Pojedini autori (npr. Šmit, 2003) ukazivali su da je Tobinov porez praktikabilan ako je usmjeren na devizna plaćanja na veliko koja su procesirana da saldiraju devizna trgovanja. Unilateralnim prikupljanjem poreza na konverziju sopstvene valute za stranu, bez obzira na mjesto i instrument posredovanja, Tobinov porez bi zadovoljio zahtjeve za efikasnošću, postao bi uniformno primjenljiv, obuhvatan (tržišta i devizne aktive), troškovno prihvatljiv – korišćenjem postojeće tehnologije procesiranja plaćanja.

Tobinov porez bi, prema inicijalnom predlogu, uticao samo na kratke, odnosno ultra kratke tokove kapitala. Svrha oporezivanja kratkoročnih valutnih transakcija je obeshrabrivanje valutnog trgovanja i redukovanja volatilnosti deviznog kursa. Porez ne bi odmijenio oporezivanje prihoda od akcija, obveznica ili drugih opcija koje publika kupuje u određenoj zemlji. Bazično, njegov međunarodni karakter je osnovni interes, zasnovan više na saradnji nego na konkurenciji između zemalja koje nameću implementaciju poreza. Četrdeset godina nakon originalnog predloga, Evropska komisija (EC) prezentirala je svoj plan za Tobinov porez za 11 evropskih zemalja.

Hiršman (1991) tvrdi da se sve retoričke reakcije (od početka 19. vijeka) na davanje jednakih prava, na demokratizaciju i razvoj države balgostanja mogu klasifikovati u tri kategorije: a) teza o izopačenosti – bilo koja svrsishodna akcija za poboljšanje nekog svojstva (detalja) samo služi da pogorša uslove koje neko želi da popravi; b) teza o beskorisnosti – pokušaji transformacije društva biće uzaludni, tako da neće uspjeti da postignu željeni efekat; c) teza o ugroženosti – cijena predložene promjene ili reforme je toliko visoka da ugrožava pojedina prethodna, dragocjena dostignuća.

Uobičajeno se naglašava da kritikizam Tobinovog poreza potiče od ortodoksne ekonomske teorije koja se može najprije prepoznati u tezi o ugroženosti, dok je zabrinutost za poresku evaziju i nedostatak političke volje očitovana u tezi o beskorisnosti. Iznad tehničkih pitanja poput nametanja poreza, evazije i izbjegavanja sugerišu se pitanja političke volje, kao konačnog ograničenja, i principa „dobre

javne politike". Tobinov porez je otvorio seriju složenih pitanja koja se odnose na ekonomsku potrebu za porezom i ostvarivost poreza. Na primjer, priroda regulacije u dinamičkoj globalnoj ekonomiji ili inovacije na finansijskim tržištima radi izbjegavanja poreza.

## 2. BAZIČNE POSTAVKE TOBINOVOG PREDLOGA - FUNDAMENTALNE DILEME

Konvencionalna ekonomska teorija sugerira da bi kreatori politike trebalo da oporezuju aktivnosti koje imaju negativne eksternalnosti, čineći ih skupljim i obeshrabrujući ih. U stvari, u pitanju je poznata teorija Piguovog poreza – Tobinov porez je oblik Piguovog poreza koji je primjenljiv na međunarodnim finansijskim tržištima. Takođe, tržišna fundamentalnost je postalo „ponašanje drugih“ – tržišni investitori mogu racionalno da djeluju kao krdo. Akcije špekulanata mogu da izazovu promjene deviznog kursa koje su „vođene krdom“, a koje nisu u relaciji sa postojećim ekonomskim uslovima.

Dž. Tobin, D. Feliks, R. Šmit, P. B. Span i drugi istraživali su mogućnost namećanja poreza na međunarodne monetarne transakcije kao sredstvo redukovanja nestabilnosti deviznog kursa i poboljšanja međunarodne ekonomske stabilnosti. Turbulencije na svjetskim finansijskim tržištima tokom devedesetih oživjeli su interes za pomenuti porez. Ipak, prepoznalo se da bi struktura zasnovana na dva stuba mogla da bude efektivnija od čistog transakcionog poreza. Teoretski, Tobinov porez bi poskupio valutno trgovanje, i to uniformnim međunarodnim porezom koji bi se plaćao na sve spot transakcije koje uključuju konverziju jedne valute u drugu, na domaćim tržištima hartija i deviznim tržištima.

Bez obzira na činjenicu da fleksibilni devizni kursevi nisu riješili probleme u međunarodnom monetarnom sistemu, ključni problem prema Tobinu nije u izboru režima deviznog kursa već u „međualutnoj mobilnosti privatnog finansijskog kapitala“. Posledice su: konverzija valuta prenosi poremećaje koji potiču iz međunarodnih finansijskih tržišta; države nisu sposobne da se prilagode masivnim kretanjima fondova preko deviznih tržišta sa posledicama žrtvovanja ciljeva ekonomske politike; mobilnost finansijskog kapitala ograničava održivost razlika između nacionalnih kamatnih stopa; nepovoljno se utiče na sposobnost centralnih banaka i vlada da sprovode monetarnu i fiskalnu politiku na odgovarajući način.

Tobin je „umjereni predlog“ ponudio 1972, a publikovao 1974. Između ostalog, bankarske pogodnosti koje su odgovorne za tadašnju „problematičnu besprekornost“ tržišta bile bi oporezovane, kao i multinacionalne korporacije. Nacionalnim ekonomijama i vladama bi dijelom bila obnovljena kratkoročna autonomija koju su ove uživale prije nego što je olakšana valutna konvertibilnost. Takođe, predlogom ne bi unutrašnje politike mogle da se ostvaruju bez razmatranja spoljnih posledica. Vodeće vlade i centralne banke bi sprovodile monetarnu i fiskalnu politiku za cjelokupan svijet, bez obzira da li bi eksplicitno prepoznale tu činjenicu.

Koordinacija politika šireg ranga uz globalniji pristup odgovornosti je i pretpostavka i posledica.

Ideja poreza je podstaknuta kolapsom Bretnvudskog sistema i uspostavljanjem perioda nestabilnih plivajućih kurseva. Tobin je ukazivao da je osnovna svrha poreza uticaj na smanjenje špekulacija, a ne povećanje prihoda i redistribucija bogatstva. To bi bilo ostvareno marginalnim povećanjem troška valutnog trgovanja vodeći većoj stabilnosti kursa u sistemu plivajućeg kursa. Predlog poreza od 1% kasnije je sveden na manje iznose poput 0,25% ili 0,01%. Ideja o porezu se posmatrala kao dobar način da se preraspodijeli dohodak od razvijenog svijeta ka svijetu u razvoju. Špekulanti poput Dž. Soroša su smatrali da bi varijanta poreza bila od koristi svjetskoj ekonomiji.

Tobinov predlog odnosio se na međunarodno uniformno oporezivanje svih spot konverzija jedne valute u drugu, proporcionalno veličini transakcije. Porez od 1%, na primjer, mogao bi da premaši za samo 8 poena diferencijal godišnjih prinosa (yields) kratkoročnih državnih obveznica (Treasury bills) ili eurovalutnih depozita denominovanih u dolarima ili njemačkim markama. Odgovarajući diferencijal za jednogodišnju dospjelost bio bi 2 poena. Stalno investiranje u jednu zemlju ili valutno područje, uz redovnu repatrijaciju ostvarenih prinosa, iziskivalo bi 2% prednosti marginalne efikasnosti u odnosu na domaću investiciju. Uticaj poreza bi bio manji za stalne valutne promjene ili za duže dospjelosti.

Međunarodno dogovorenim jedinstvenim porezom bi administrirala svaka vlada u svojoj jurisdikciji. Prema predlogu, Britanija bi, na primjer, bila odgovorna za oporezivanje svih intervalutnih transakcija Eurovalutnih banaka i brokera lociranih u Londonu, čak i ukoliko sterling nije uključen. Prihodi od poreza bi u odgovarajućoj srazmjeri bili uplaćeni u MMF i Svjetsku banku. Porez je trebalo da se odnosi na sva plaćanja u jednoj valuti za robe, usluge i realne aktive koje prodaju rezidenti drugog valutnog područja. Zemlje bi mogle, vjerovatno uz odobrenje MMF-a, oformiti valutna područja na koja se porez ne bi primjenjivao. Svrha su umjerene promjene vodećih deviznih kurseva, a ne kidanje veza između bliže povezanih ekonomija, pogotovo u situacijama vezanja valuta manjih zemalja za ključnu valutu.

Poreska osnova je jedan od ključnih problema koji limitiraju efektivnost poreza. Naime, osnova za bilo koji porez na međunarodne finansijske transakcije trebalo bi da bude što je moguće šira kako bi se ograničile distorzije na finansijskim tržištima. Prisutni au argumenti za izuzimanje određenih vrsta trgovanja od poreza, poput onih koje sprovode market mejkere, odnosno onih koje povećavaju likvidnost tržišta. Dakle, bili bi izuzeti svi finansijski posrednici čije je trgovanje uobičajeno stabilizirajuće. Ovo izuzimanje bi jednostavno podstaklo transakcije oslobođene poreza od strane i preko posrednika, dok bi njihovo oporezivanje nametnulo troškove efikasnosti.

Suprotno predloženoj uniformnoj poreskoj stopi, porez bi idealno funkcionisao uz nultu stopu (ili nultu bazu) kada je devizni kurs u ravnoteži i kada bi stopa trebalo da se poveća u skladu sa odstupanjem od ravnotežnog stanja, što znači

promjenljiv porez. Poreska stopa koja je dovoljno visoka da odbije špekulacije bi poremetila efikasnu finansijsku intermedijaciju. Problem oporezivih transakcija je prisutan i ne može se jednostavno riješiti proširenjem poreza na finansijske derivativne transakcije, koje dozvoljavaju transformaciju dugog u kratko trgovanje sa bitnim posledicama na spot tržišta. Oporezivanje pretpostavljene (notional) vrijednosti derivativnog ugovora „vjerovatno bi nanijela štetu derivativnim tržištima i možda ih kompletno uništila“.

Prihodi od poreza bi bili značajni i zavise od brojnih faktora poput poreske osnove, poreske stope i obima izuzetog trgovanja. Prema predlogu, nacionalne vlade bi procijenile i prikupljale porez, dok bi određivanje i sprovođenje pravila bilo u nadležnosti MMF-a i Svjetske banke. Ipak, vraćanje prihoda – distribucija prihoda – vladi nameće nekoliko poteškoća – nejednakosti: favorizovanje zemalja sa važnim finansijskim centrima u uslovima redistribucije ka zemljama u kojima su inicirani poreski prinosi; relativna veličina kvota zemalja u međunarodnim organizacijama poput MMF. Pitanje preusmjeravanja moglo bi da predstavlja značajnu smetnju implementaciji poreza. Preusmjeravanje poreskih prinosa na međunarodnu organizaciju prenijelo bi značajnu moć na tu organizaciju.

Kritike sugerišu da bi visoke i promjenljive poreske stope, kao pretpostavka postizanja stabilnosti deviznog kursa, mogle da budu prepreka funkcionisanju međunarodnih finansijskih tržišta. Takođe, niske stope ne samo da izazivaju distorzije već ne sprečavaju špekulativno ponašanje. Špan (1996) je, stoga, predložio transakcioni porez sa minimalnom stopom i dodatno devizno opterećenje – sredstvo protiv špekulacija koje bi bilo upotrijebljeno samo tokom perioda nestabilnosti deviznog kursa, a na osnovu dobro ustanovljenih kvantitativnih kriterijuma. Ovo opterećenje za monitoring i kontroling ne bi bilo u funkciji povećanja prihoda, ali bi bilo administrirano zajedno sa transakcionim porezom.

U operativnom smislu, minimalno nominalno opterećenje za transakcioni porez koje bi iznosilo, na primjer, 2 bazna poena na deviznu transakciju ne bi značajnije povećalo trošak kapitala niti bi imalo efekte na obim transakcija koje uključuju valutne konverzije. Prema predlogu, porez na derivativna trgovanja iznosio bi pola pomenutog poena, onemogućavanjem da se derivativima izbjegne porez, odnosno obezbjeđenjem da derivativna tržišta i dalje funkcionišu uz nisku cijenu. U slučaju dodatnog deviznog opterećenja (cjenovno osjetljivog) za „uobičajene operacije“, opterećenje sa fiksnom stopom bilo bi nulta jer je i poreska osnova nulta osiguravajući tržišnu likvidnost i dopuštajući efikasno trgovanje.

Prema Šmitu, trenutni efekat sprovođenja Tobinovog poreza na devizna plaćanja bio bi povećanje kupovno-prodajnog spreda na deviznom tržištu. Spred je rezultat i transakcionih troškova poput Tobinovog poreza, odnosno rizika kojem se izlažu dileri na deviznom tržištu. U normalnim okolnostima dominiralo bi povećanje transakcionih troškova. U vanrednim periodima, efekti poreza na rizike bili bi reflektovani spredom. Većina Tobinovog poreza bi se najvjerovatnije pojavila kod spreda na malo, i to do stepena na kojem se kratkoročne špekulacije javljaju na

tržištu na malo. Porez bi se odnosio i na rast spreada na veliko zavisno od nivoa iniciranja špekulativnog trgovanja dilera.

### 3. MIKRO I MAKROEKONOMSKI ARGUMENTI ZA I PROTIV PREDLOGA TOBINOVOG POREZA

Nova međunarodna finansijska arhitektura (MFA) usložila je međunarodnu finansijsku nestabilnost. Predlagači poreza pošli su od pretpostavke da je Tobinov porez ostvariv čime bi mogao da doprinese redukovanju nestabilnosti. Porez su posmatrali kao dio paketa reformi MFA s obzirom da jedna mjera ne može spriječiti finansijsku krizu. U odnosu na originalan predlog sa valutnim transakcijama na spot tržištu, kasniji predlozi uključuju razvoj ekstenzivnijih tržišta fjučersa i derivativnih instrumenata, čime se porez proširio na sve forme transakcija sa stranom valutom kako bi se izbjegla evazija. Konačno, smatrano je da se na ekonomično efikasan način značajno povećavaju prihodi.

Mikroekonomski dokazi devedesetih sugerisali su obrazac trgovanja i promjena cijena (tj. značajne špekulacije) koji nije spojiv sa ekonomskim fundamentalnostima. Otvorene (špekulativne) pozicije na deviznom tržištu pojavljivale se se sistematično prije udara povećane volatilnosti, a otvaranje pozicija nije bilo povezano sa održivim promjenama deviznog kursa. U takvim okolnostima tržištima dominiraju trgovci predviđajući o čemu drugi trgovci razmišljaju. I makroekonomski dokaz je naglasio disfunkciju deviznih tržišta dajući na značaju Tobinovom porezu za svrhu smanjenja destabilizujućih špekulacija.

Realni devizni kursevi su odstupali od pariteta kupovnih snaga, ekonomski modeli nisu mogli da predvide tekuće devizne kurseve, a sistem fleksibilnih deviznih kurseva karakteriše povećana učestalost finansijskih kriza tokom devedesetih. Prema tradicionalnoj Čikaškoj školi špekulacije su stabilizujuće (Firdman, 1953). Krize su nametale ogromne ekonomske gubitke usljed oštih, dubokih recesija. Mjere za redukovanje špekulacija, poput Tobinovog poreza, navodno su mogle da pomognu da se izbjegne kriza ili umanju negativni efekat. Svakako, proponenti poreza su naglašavali da se time ne sprečavaju loši rezultati loših politika.

S druge strane, oponenti apostrofiraju da je predlog transakcionog poreza loša ideja jer se neće ostvariti zacrtani ciljevi, spriječiti špekulacije, smanjiti volatilnost finansijskih tržišta, spriječiti nestabilnost, ali će se značajno redukovati tržišna likvidnost i povećati visoko-frekventna tržišna volatilnost. Porezom se ne bi spriječilo da devizni kurs doživi kolaps nastojanjem vlasti da održe fiksne devizne kurseve koji su značajno precijenjeni u odnosu na fundamentalnost, ali će spriječiti neosnovane špekulacije koje povećavaju buku na finansijskim tržištima i nameću troškove drugim osjetljivim investitorima.

Kao argument za Tobinov porez pojedini teoretičari ističu mogućnost pomoći zemljama u razvoju. Smatraju da je tokom devedesetih moglo da se spriječi oštro povećanje kamatnih stopa u pojedinim zemljama (Rusija, Meksiko, Jugoistočna

Azija) zbog izloženosti valuta špekulativnim napadima. Verzijom poreza smatra se slučaj Švedske u kojoj je 1984. bio uveden porez od 0,5% na kupovine i prodaje akcija. Rezultati su razočaravajući jer je prikupljena trećina planiranog od 1,5 milijardi švedskih kruna (142 miliona funti). Zabilježen je i pad prihoda od poreza na kapitalnu dobit, odnosno obim trgovanja obveznicama za 85%. Logično, porez je 1991. ukinut.

U odgovoru na fundamentalno pitanje redukovanja volatilnosti deviznog kursa, odnosno nemogućnosti procjene efekta Tobinovog poreza, i to direktno usled neimplementiranja, Harald je koristio institucionalnu karakteristiku Pariske berze kako bi testirao da li egzogeno povećanje troškova trgovanja ima bilo kakav efekat na volatilnost cijene. Institucionalna karakteristika berze zasnovana je na povećanju minimalne promjene cijene (tick) od 10 sentima od 1 franka kad cijena akcije prelazi prag od 500 franaka. Pokazalo se da porast minimalne promjene cijene ima značajan efekat na transakcione troškove vodeći redukovanju cjenovne volatilnosti.

Uprkos ovoj statističkoj značajnosti, s ekonomskog gledišta smanjenje nestabilnosti nije značajno u odnosu na povećanje transakcionih troškova ili fluktuacije volatilnosti tokom vremena. Kao posledica, Tobinov porez predstavlja skup način postizanja isključivo marginalnog redukovanja volatilnosti. Primjenljivost rezultata u slučaju poreza do određenog nivoa zavisi od toga da li su akcijska i devizna tržišta uporediva. Takođe, da li su povećanja transakcionih troškova usled obaveznih minimalnih promjena cijene uporediva sa transakcionim porezom. Tobinov porez bi ovim mogao da bude još manje efektivan u poređenju sa istraživanjem.

Originalnim Tobinovima porezom je navodno trebalo da se kreira prostor za autonomnije ekonomske politike država, i to neprofitabilnijim špekulativnim kretanjima, kao i manje volatilnim i osjetljivim finansijskim sistemom na uticaj zvanične politike i promjene ekonomske politike. U odnosu na odsutnu globalnu unifikaciju – jedinstvenu valutu, centralnu banku i elemente ekonomske politike – koja bi po Tobinu predstavljala, kao realističnu mogućnost, najbolju opciju, njegov predlog bi trebalo da predstavlja drugo najbolje rješenje zasnovano na simultanim koracima ka boljem upravljanju globalnom ekonomijom.

Debate o Tobinovom porezu na konferenciji o „Alternativama neoliberalizmu“ (2002) produkovale su visok stepen konsenzusa među učesnicima u predlozima za: alternativu neoliberalnim makroekonomskim politikama za zemlje u razvoju (D. Rodrik); domaću tražnju koja vodi razvoju (T. Peli); reformu globalnog upravljanja (D. Džekob); reformu međunarodnog sistema za oporezivanje multinacionalnih korporacija (F. Horner); reformu regulisanja finansijskog tržišta (R. Dod); sistem međunarodnog bankrotstva (K. Rafert); reformu izvoznih kreditnih agencija (A. Goldzimer); kontrolu kapitala (I. Grebel); devizne kurseve (Dž. Smit); alternativu neoliberalizmu kako bi se postigao održiv razvoj (D. Rid).

Ipak, nije postignut konsenzus o poželjnosti i praktičnosti Tobinovog poreza, tj. o ekonomskoj poželjnosti, tehničkoj praktikabilnosti, ostvarenim приходima i namjeni, i političkoj ostvarivosti. Predlog se inače od sedamdesetih mijenjao dobijajući varijacije poput dvostrukog nivoa poreza (two tier tax), segment finansiranja



razvoja, oporezivanje prodaje međunarodnih hartija i slično. Centralne teme u debati o Tobinovom porezu mogu se klasifikovati u tri segmenta: argumenti za i protiv poreza (npr. Pelij, Dod); da li porez može stabilizovati devizna tržišta (Jetin, Habermajer i Kirilienko); pitanja sprovođenja poreza na valutne transakcije (Zi, Polin, Kim, Grisgraber).

Budući da redukuje hedžing aktivnosti na tržištu, porez bi mogao da podstakne čiste špekulacije i dovede do veće, a ne manje, nestabilnosti. Dugoročne nestabilnosti deviznih kurseva, posebno na tržištima u razvoju, mogle bi biti povremeno ukorijenjene u cikluse buma i pucanja mjehura privatnog kreditiranja i investiranja u zemljama u razvoju. Tobinov porez ne bi bio dovoljno velik da suzbije ove cikluse, čiji bi prinosi prilagođeni riziku zahtijevali ekstremno visoke poreske stope kako bi se uravnotežili. Otvoreno je pitanje da li bi uprkos mogućnosti funkcionisanja, Tobinov porez bio poželjan iz razloga ekonomičnosti. Drugim riječima, da li bi smanjio poremećaje (distorzije) na međunarodnim tržištima kapitala i podstakao manju volatilnost.

#### 4. AKTUELNI PREDLOZI IMPLEMENTACIJE POREZA

Kao što je pomenuto, alternativno rješenje problema efektivnosti Tobinovog poreza iz devedesetih je struktura sa dva stuba koja se sastoji od niske poreske stope za uobičajene transakcije i dodatnog deviznog opterećenja na profite od prilično kratkoročnih transakcija za koje se smatra da su špekulativni ataci na valute. U skladu sa ovom šemom, deviznom kursu bi bilo omogućeno da slobodno pliva unutar zone, a probijanje zone (overshooting) bi rezultiralo porezom na razlici između tržišnog deviznog kursa i uže margine zone. Time bi se devizni kursevi održavali u ciljnom rangu, i to oporezivanjem umjesto intervencijom centralne banke ili korišćenjem međunarodnih rezervi.

Naime, dodatno opterećenje bi bilo aktivirano kada bi tržišna cijena valute premašila unaprijed određeni prag. Prag bi bio određen kliznim fiksnim kursom (pokretni prosjek) i sigurnosnom marginom (procenat targetne stope). Što je kraći vremenski interval za „klizanje“, veći je okvir za kratkoročne fluktuacije pa bi interval trebalo da bude dovoljno kratak kako bi se izbjeglo da je efektivni devizni kurs suprotan tržišnim trendovima. Time bi se tržišta navodno u potpunosti prilagođavala fundamentalnim promjenama. Špekulativni ataci bi bili znatno otežani jer bi se trgovci automatski povukli sa tržišta tokom perioda velikih fluktuacija cijena. Tržišta bi, u svom interesu, pokazala umjerenost, a porez bi se rijetko aktivirao.

Špan je svoju ideju prikazao grafikom (1). Efektivni devizni kurs je simuliran za preko 50 dana (vertikalna osa) sa unaprijed posmatranim pokretnim prosjekom kao targetnim deviznim kursom za svaki dan. Na osnovu ovog kursa su određeni viši i niži kurs tolerancije. Porez se ne nameće dok su dnevne fluktuacije unutar zone. Kada je efektivni kurs van ranga tolerancije, razlika između kursa zone i efektivnog kursa (osjenčena zona) oporezuje se po konstantnoj i visokoj stopi. Ovakva

šema sliči mehanizmu Evropskog monetarnog sistema kojim se stabilnost deviznog kursa postiže targetnim kursom i prihvatljivim rasponom ili zonom. Ipak, dodatno opterećenje ne utiče na uobičajeno trgovanje i odnosi se samo na transakcije na „špekulativnom kraju“.

Grafik 1: Španov dvoslojni porez na valutne transakcije (CTT)



Dakle, bazični princip glasi: sve dok dnevne fluktuacije deviznog kursa ostanu male, mali porez se primjenjuje na valutnu transakciju. Ukoliko dnevne fluktuacije pređu unaprijed determinisani prag, ovo opterećenje se nameće. Špan je predložio prilično mali porez od 0.005% do 0.01%. Ovo iz razloga što su banke jedini ekonomski posrednici koji obavljaju transakcije na sveukupnim deviznim tržištima. S obzirom da su transakcije provizije na međubankarske transakcije na eurodolarском tržištu (koje su veće) u prosjeku 0.01%, porez ne bi trebalo da premaši ovaj iznos i trebalo bi vjerovatno da bude manji.

Pojedini autori (npr. Jetin) predložili su veći porez od 0.1% jer se provizije obračunavaju većim klijentima banke, poput multinacionalnim firmama, osiguravajućim kompanijama, investicionim, penzionim i hedž fondovima. Prema predlogu, samo male firme i domaćinstva bi trebalo izuzeti od poreza ukoliko njihove transakcije ne pređu određeni nivo. „Uobičajeni“ porez ima fiskalnu funkciju, a generalisali bi se godišnji prihodi od 116 milijardi USD godišnje. Ovaj porez bi također umirio dnevne fluktuacije deviznog kursa. Prema Frenkelu (1996), fenomen destabilizujućih špekulacija može se posmatrati u kratkom horizontu – nekoliko časova do 3, odnosno 6 mjeseci.

Aktuelna kriza u finansijskom sektoru, odnosno raspad tržišta subprimarnih hipotekarnih kredita, vratila je na nivo ekonomske rasprave i predloga Tobinov porez. Polazeći od mogućnosti da prihodi od malih poreza na transakcije na međunarodnom tržištu dosegnu stotine milijardi dolara godišnje, obuzdavajući kratkoročne špekulativne transakcije, Tarner (2009, Financial Service Authority) je podržao globalni porez na finansijske transakcije zbog kapaciteta njihovog zauz-

davanja. Prihodi bi bili uvećani proširenjem baze i primjenom na sve globalne finansijske transakcije. Predlog Tarnera naišao je na očekivanu osudu bankara iz londonskog Sitija.

Prigovori se odnose na navodno ugrožavanje pozicije Londona i finansijskih institucija, kao i nemogućnost rješavanja: fundamentalnih problema (dugoročnih devijacija) na finansijskim tržištima; trgovinske neravnoteže SAD i Kine; zaštite zemalja od toksičnih finansijskih instrumenata iz SAD; namjere sprovođenja ekonomskih politika finansiranih spoljnim zaduživanjem; izbjegavanja poreza preko ofšor bankarskih centara. Uprkos mogućnosti da se porezom na finansijske transakcije prisile banke da finansiraju pomoć poreskim obveznicima tokom krize, na neefektivnost poreza ključan uticaj će imati protivljenje više zemalja uključujući SAD.

Evropska komisija je početkom godine predložila porez na finansijsko trgovanje – svih finansijskih firmi na sve instrumente i tržišta – za 11 zemalja FTT zone (uz tzv. ekonomski link), kojim bi se prikupilo 30-35 milijardi eura procedurom „poboljšane saradnje“. Uz mogućnost povećanja poreske stope, za akcije, obveznice, instrumente tržišta novca, repo aranžmane, sporazume o pozajmljivanju hartija stopa bi bila 0,1%, a za derivativne proizvode 0,01%. Bile bi izuzete svakodnevne (day-to-day) finansijske transakcije poput kreditnih karti, depozita i spot valutnih transakcija, odnosno primarne emisije akcija, obveznica i jedinica zajedničkih fondova za povećanje kapitala.

Prošlogodišnja kalkulacija Ernst&Young je sugerisala pad drugih poreskih prihoda koji bi se javili usled nižeg ekonomskog rasta koji je rezultat manjeg ekonomskog rasta. Manjak u javnim finansijama regiona bi, prema E&Y, iznosio 116 milijardi eura. Kritike koalicije Američkih poslovnih organizacija ukazuju na nekonzistentnost sa postojećim normama međunarodnog poreskog zakona i uspostavljenim ugovornim obavezama, rizik duplog i višestrukog oporezivanja, pogoršanja međunarodne poreske saradnje i zaštite tržišta. Zapažena je zvanična konsternacija među velikim investicionim bankama iz razloga navodnog obesmišljanja međunarodnih sporazuma.

Uprkos analizi EC prema kojoj bi FTT izvlačio likvidnost na tržištima obveznica 15%, tj. proizvodi efekat koji bi pogurao spredove prinosa i povećao troškove duga, analiza iz Agencije duga Francuske pokazuje da bi se morao uzeti u razmatranje i značaj nenanošenja štete tržištima državnih obveznica. Analize sugerišu da bi preko noći nestalo repo tržište, koje je ključni izvor kratkoročnog finansiranja firmama. Repo trgovina bi se posmatrala kao jedna transakcija umjesto dvije, što bi prepolovilo porez. Takođe, napominje se da bi FTT šema koštala EU 1 milion radnih mjesta, bez ikakvih troškova bankama. Konačno, trgovci bi migrirali u SAD ili Aziju, odvlačeći finansijsku industriju.

Ipak, u odnosu na originalnu verziju poreza, predlog Evropske komisije ne predstavlja bacanje pijeska u bilo koje točkove. Porez je prezentiran kao način povećanja prihoda, odnosno osiguranja da finansijski sektor „plati svoj dio“. Ne primjećuje se bilo gdje kao cilj redukovanje volatilnosti obeshrabrivanjem špekula-

cija. Nova verzija odnosila bi se na akcije, obveznice i derivative, ali ne na valute, odražavajući činjenicu da sve zemlje Eurozone nisu pripremljene za prihvatanje poreza. Devizno tržište bi ostalo nedodirnutu. Porez bi plaćali svi koji trguju finansijskim aktivama u zemlji poreza, uz realno bjekstvo instrumenata radi izbjegavanja poreza..

## 5. UMJESTO ZAKLJUČKA: PRAKTIKABILNOST PORESKOG RJEŠENJA

Devizni kursevi su ključna makroekonomska cijena koja vrši snažan uticaj na relativnu cijenu po kojoj se razmjenjuju robe i usluge između zemalja. Prema ekonomskoj teoriji, „ekonomske fundamentalnosti“, poput nivoa produktivnosti ili izgleda za rast produktivnosti, bi trebalo da determinišu devizne kurseve. Ukoliko su fundamentalnosti relativno stabilne (uz manje promjene) devizni kursevi bi takođe trebalo da budu stabilni. Empirijski podaci su pokazali da su fleksibilni devizni kursevi bili mnogo volatilniji nego što je to garantovano makroekonomskim fundamentalnostima (Obstfeld, 1995). Takođe, neobjašnjiv je bio visok rast deviznog trgovanja devedesetih.

U dužem vremenskom periodu bilo je prisutno mišljenje da bi Tobinov porez doprinio odvratanju od špekulacija skupljim valutnim trgovanjem. Za razliku od oporezivanja kratkoročnih transakcija, destimulisanje dugoročnih tokova kapitala imalo bi znatno manji efekat. Veća stabilnost deviznog kursa bi, prema tadašnjem mišljenju, bila postignuta smanjenjem obima destabilizujućih kratkoročnih tokova kapitala. S druge strane, isticana je neefektivnost poreza iz razloga njegovog izbjegavanja mehanizmom poreskih zakona i uplivom finansijskih institucija.

Ranije kritike poreza odnose se na želju da se odbrani predlog koji bi „uznemirio“ određene zemlje i finansijske interese. Polazeći makar od 1975. postojeća struktura globalnih finansija zvanično je rezultat političkih odluka. Pojedine zemlje u razvoju su uspješno primijenile restriktivne mjere sa svrhom oporezivanja ulaska kapitala u zemlju koji je u osnovi čisto špekulativnog motiva. Konačno, maksimalna efektivnost podrazumijevala je uključenost svih zemalja G7 koje su u centru deviznih tržišta, na kojima odluke donosi nekoliko zemalja i velike banke i finansijske institucije.

Porez je dizajniran ne zbog uticaja na dugoročna investiranja već da obeshrabri samo špekulativne tokove vrućeg novca – koji se uobičajeno preusmjerava između finansijskih tržišta u potrazi za visokim kratkoročnim kamatnim stopama. Diskusije o porezu su se odvijale u rangu od djelimičnog rješenja problema upravljanja međunarodnim finansijskim krizama, obuzdavanja hirovitog ponašanja deviznog kursa, do povećanja prihoda za međunarodne javne projekte. Ipak, dominantno pitanje je bila praktikabilnost poreza, iz razloga parcijalnog sprovođenja izbjegavanja, onemogućavajući postizanje bilo koje svrsishodnosti.

Predloženi porez, prema Španu, sadrži brojne prednosti: smanjenje „buke“ od trgovanja pri čemu trgovci mogu da reaguju na promjene ekonomskih fundamentalnosti i politike; superiornost u odnosu na zaštitne mjere poput kontrola kapitala;

poboljšana tržišna efikasnost i globalna finansijska stabilnost, zahtijevači međunarodnu koordinaciju makroekonomskih politika i upotrebljavajući se kao instrument politike MMF-a i Svjetske banke. S druge strane, Špan sugerije neefektivnost: strukturiranost poreza bi naškodila operacijama na međunarodnim tržištima i proizvela likvidnosne probleme, i to bez odvratanja špekulacija.

Pogrešna je ekonomska koncepcija da bi Tobinov porez bio koristan instrument za kontrolu nepravilnog ponašanja tržišnih zakonitosti u međunarodnom monetarnom i finansijskom sistemu. Kompleksnost rizika u takvom sistemu najvjerovatnije čini Tobinov porez potpuno neefikasnim. Bez obzira što zaslužuje podršku, implementaciju poreza otežava činjenica: nemogućnosti dugoročnog održavanja pozicije bez konflikta sa autoritetima – moćnim finansijskim učesnicima. Tobinov porez može eventualno da predstavlja naivan pokušaj da se „ponovo reguliše povećana liberalizacija globalnog finansijskog sistema“, tj. preciznije: kontrolisana nova globalna finansijska arhitektura.

Ne postoji univerzalna podrška Tobinovom porezu polazeći i od mogućnosti redukovanja obima deviznih transakcija, ali ne i volatilnosti valuta. Novi predlog izgleda prilično robustno, a primjena poreza je na instrumente i učesnike. Podrška porezu je stigla od pojedinih predsjednika država (Braun, Sarkozy). Ironično zvuči da bi prihodi od poreza bili usmjereni za globalne prioritete kao što je „okruženje i bazične ljudske potrebe“. Takođe, argumenti protiv poreza su, po svemu sudeći, slabi. Recimo, prihvatanje stope od 0,01% na valutu ne bi nanijelo veću štetu i bilo nepravedno u odnosu na stopu VAT od 15%.

Novim predlogom nisu apostrofirani ciljevi finansiranja razvoja ili okruženja, ali jeste izazvan očekivani protest finansijskog lobija. Vjerovatna oblast rasprave je ekstrateritorijalna priroda poreza kojoj bi bile podložne ne-evropske institucije ukoliko trguju aktivama u zemljama poreza. Ovaj element je modeliran na ekstrateritorijalnoj prirodi Britanske takse (Stamp Duty) na transakcije akcijama, i to na nivou od 0,5% što je mnogo više od predloga „Tobinovog poreza“ u Eurozoni. Britanski namet, uveden 1694, takođe je obavezujući bez obzira gdje i sa kim se trguje britanskim akcijama, i nije bio ograničavajući za rast finansijskog sektora.

Vjerovatno će porez, koji će 2014. biti uveden u 11 zemalja koje čine dvije terćine BDP u Evropskoj uniji, biti pravedan i tehnički snažan, jačajući donekle jedinstveno tržište i možda slabeci neumjereno trgovanje. Proponenti sugeriju da bi novi porez mogao da pruži doprinos fiskalnoj konsolidaciji bez direktnog uticaja na realnu ekonomiju, poboljša tržišnu stabilnost i dugoročno investiranje. Ipak, preostaje rizik rasta troškova kapitala i pada investicija, odnosno obeshrabrivanja finansijskih transakcija usmjerenih ka zaštiti od rizika, nehotično redukujući stabilnost. Oponenti naglašavaju i moguću smetnju poreza ekonomskom rastu i zaposlenosti.

Porez će plaćati svi investitori čije je sjedište u nekoj od 11 država koje će uvesti porez. Teško je prihvatiti tvrdnju da bi porez na finansijske transakcije spriječio finansijsku krizu, odnosno značajnije suzbio globalne finansijske špekulacije. Još manje da bi izazvao gubitke BDP-a (Britanija) i do dvadeset puta veće od prihoda od poreza. Takođe, da bi institucije zemalja efikasno intervenisale da zaštite svoju

valutu od obezvrijeđivanja i finansijskih kriza. Otvoreno je pitanje doprinosa poreza boljoj poreskoj politici. Blasfemično zvuči da bi se porezom osigurao pravedniji doprinos finansijskog sektora, koji inače inicira krizu, podmirivanju troškova finansijske krize.

## LITERATURA

Arestis, P., and Sawyer, M. (1997), „How Many Cheers for the Tobin Transaction Tax“, *Cambridge Journal of Economics*, 21, 751-768.

Appleyard, D. R., and Field, A. J. (1998), *International Economics*, Irwin McGraw-Hill, Boston.

Baldwin, A. (2002), „The Tobin ax: Reason or Treason? A Comparative Study of the Potential Effects of a UK Tobin Tax“, *Briefing Paper*, Adam Smith Institute.

Kenen, P. (1996), „The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions“, in *The Tobin Tax Coping with Financial Volatility* (M. ul Haq, et al, eds.), Oxford.

McCulloch, N., and Pacillo, G. (2011), „The Tobin Tax - A Review of the Evidence“, *University of Sussex* (March).

Patomaki, H. (2000), „The Tobin Tax: How to Make it Real“, *Project Report by The Network Institute for Global Democratisation*, NIGD.

Schmidt, R. (2007), *The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates*, The North-South Institute, Ottawa.

Spahn, P. B. (1996), „The Tobin Tax and Exchange Rate Stability“, *World Bank Finance & Development* (June).

Tobin, J. (1978), „A Proposal for International Monetary Reform“, *The Eastern Economic Journal*, Vol. 4, No. 3-4 (July-October), 153-59.

Tobin, J. (1995), „A Currency Transaction Tax. Why and How“, Paper presented at *Conference on Globalization of Markets*, CIDEI Università „La Sapienza“, Rome, Oct. 27-28, 1994.

Weaver, J., Dodd, R. and Baker, J. Eds. (2003), *Debating the Tobin Tax, New Rules for Global Finance* (November), Washington, D.C.

Haq, M. ul, Kaul, I. and Grunberg, I. (eds) (1996), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, Oxford.