

Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer

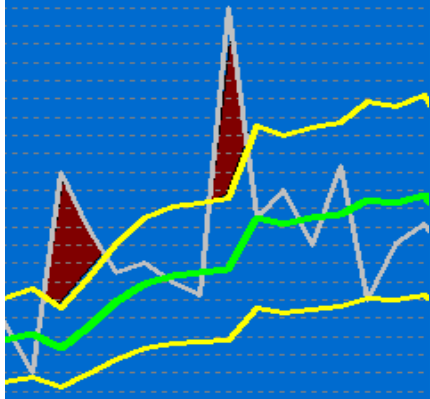
GUTACHTEN

Im Auftrag des
Bundesministeriums
für Wirtschaftliche
Zusammenarbeit
und Entwicklung, Bonn

von Paul Bernd Spahn

Goethe-Universität, Frankfurt
pspahn@wiwi.uni-frankfurt.de

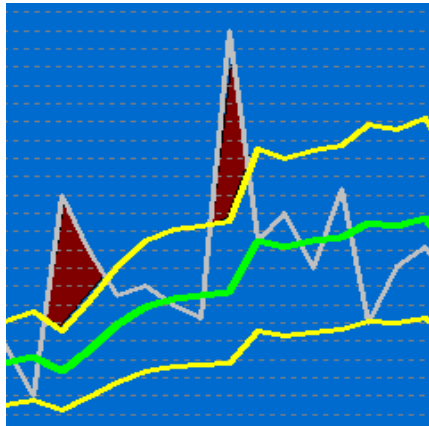
Frankfurt am Main
Im Februar 2002



Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer

On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transactions

▸ ZUSAMMENFASSUNG	II
▸ <i>SUMMARY IN ENGLISH</i>	v
▸ KAPITEL 1: MOTIVATION	1
▸ KAPITEL 2: INSTRUMENTATION	14
▸ KAPITEL 3: ORGANISATION	29
▸ KAPITEL 4: IMPLEMENTATION	47
▸ KAPITEL 5: REAKTION	63
▸ ANHÄNGE UND LITERATUR	70
▫ GESPRÄCHSPARTNER	71
▫ FORMELN	74
▫ SPEKULATION UND KRISEN	76
▫ MARGEN UND VOLATILITÄT	80
▫ ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	83
▫ LITERATUR	84



Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer Zusammenfassung

Mit einer Devisentransaktionssteuer werden sehr unterschiedliche Ziele verfolgt. Die wichtigsten betreffen

1. die Stabilisierung von Wechselkursen,
2. das Erzielen von Einnahmen,
3. die Umverteilung von Ressourcen zwischen Finanzwirtschaft und produzierender Wirtschaft auf der einen und zwischen Staaten auf der anderen Seite (insbesondere zwischen Nord und Süd).
4. systemverändernde Aspekte, die sich insbesondere gegen den Prozess der Globalisierung richten.

Systemische Veränderungen werden in diesem Gutachten nicht verfolgt. Im Gegenteil: Die Vorschläge zur Devisentransaktionssteuer stehen unter der Nebenbedingung, dass negative systemische Effekte vermieden werden sollen. Verteilungspolitische Aspekte werden nur nachrangig betrachtet, da sie letztlich dem Primat der Politik überlassen bleiben müssen.

Im Vordergrund der Studie über die Machbarkeit von Devisentransaktionssteuer stehen vornehmlich die beiden Ziele Wechselkursstabilisierung und Einnahmeerzielung.

Der Entscheidungsraum ist bei einer Devisentransaktionssteuer politisch insofern begrenzt, als sie von existierenden Entscheidungsgremien, insbesondere nationalen oder supranationalen Parlamenten, eingeführt und verantwortet werden muss. Die Steuer wirkt damit *unilateral und partiell*, nicht aber multilateral und universell. Auch fällt das Steueraufkommen demjenigen zu, dem die Steuergesetzgebung obliegt, nicht etwa internationalen Institutionen. Ihnen kann das Steueraufkommen erst in einem zweiten Schritt—über budgetäre Zuweisungen—zugänglich gemacht werden.

Im Einzelnen ergibt die Analyse folgende Ergebnisse:

Politische Restriktionen

1. Unter den Maßnahmen, die „politisch machbar“ sind, werden das bereits praktizierte Bardepot auf Devisentransaktionen (bzw. –positionen) sowie der Vorschlag einer asymmetrisch wirkenden Steuer auf Kapitalimporte (Zee) diskutiert. Beide Maßnahmen sind als Teil eines Instrumentariums zur Abwehr von Spekulation interessant.
2. Insbesondere das Bardepot dürfte sich als Element einer künftigen globalen Architektur der Finanzmärkte behaupten.
3. Der Vorschlag einer Kapitalimportsteuer erscheint hingegen mit komplexen administrativen Problemen behaftet, die seine Realisierung unwahrscheinlich werden lassen.
4. Beide genannten Instrumente unterscheiden sich jedoch wesentlich von einer Steuer auf Devisenmarkttransaktionen.

Konzepte

5. Um die Ziele Wechselkursstabilisierung und Einnahmeerzielung miteinander zu verbinden, ist eine Kombination aus einer unilateral wirkenden „politisch machbaren“ Tobin-Steuer (PFTT) mit niedrigem Steuersatz als „echte“ Steuer auf Devisentransaktionen kombiniert mit einer auf spekulative Schwankungen reagierenden Zusatzsteuer (ERND) erforderlich. Beide Steuern wären technisch miteinander verzahnt.
6. Die eigentliche Tobin-Steuer kann dabei von den OECD-Staaten einzeln oder—besser—als Gruppe, etwa im Rahmen der EU, eingesetzt werden.
7. Die Zusatzsteuer sollte unilateral nur von Transformations-, Schwellen- und Entwicklungsländern und solchen Industrieländern verwendet werden, die sich außerhalb einer der großen Währungs-

räume befinden und eine Anbindung ihrer Währung an eine Ankerwährung (bzw. Währungskorb) suchen.

8. Die Kombination von zwei Steuern in Form der *Tobin-cum-Circuit-Breaker Tax* hat erhebliche allokativen und distributiven Vorteile gegenüber den orthodoxen Politiken der Wechselkurspolitik.

Marktstruktur und ökonomische Restriktionen

9. Die Darstellung der Marktstruktur und der Instrumente des Devisenmarktes führt zu weiteren, ökonomisch begründeten Einschränkungen für eine Devisentransaktionssteuer. Hierbei geht es um den *Steuersatz*, die *Steuerbasis* sowie um die *Aufteilung* der Steuer.

Steuersatz

10. Geht man davon aus, dass die Steuer von den Händlern getragen werden soll, so begrenzt die Marge die Höhe des Steuersatzes. Bei einer Marge von einem Basispunkt kann der Steuersatz maximal einen halben Basispunkt betragen.

11. Unterstellt man hingegen, dass die Steuer *überwälzt* werden kann, so trifft dies in erster Linie die Nicht-Finanzinstitute. Sie sind am Devisenmarkt nur mit einem Marktanteil von 13,3 Prozent vertreten. Dies muss aufgrund der Hebelwirkung der Transaktionen zu einer stärkeren Belastung des realen Sektors führen.

12. Nimmt man die Margen als Begrenzung des Steuersatzes hin, so sollte sich der einheitliche Satz einer PFTT auf die liquidesten Märkte richten und den weniger liquiden Märkten den dadurch entstehenden Vorteil belassen. Der Steuersatz dürfte dann in der Spanne von einem halben bis zu einem Basispunkt liegen. Hier ist zu erwarten, dass auch der Finanzsektor einen Teil der Steuerlast

trägt.

13. Bei dieser Größenordnung des Steuersatzes entfällt auch die Notwendigkeit einer formalen Entlastung von Exporteuren/Importeuren und Direktinvestoren.

Steuerbasis

14. Was die Steuerbasis angeht, so sollten lediglich Kassageschäfte sowie Termingeschäfte und Swapps bis zu einer Laufzeit von einem Monat der Steuer unterworfen werden. Optionen und andere Finanzderivate bleiben von der Steuer freigestellt, werden aber indirekt über die durch sie ausgelösten Transaktionen im Kassa- und Termingeschäft belastet.

Aufteilung der Steuer

15. Wegen der Konzentration der Geschäfte auf ein zeitonenbezogenes Zentrum ist eine PFTT als nationales Besteuerungsinstrument unbrauchbar. Die PFTT kann zeitzonenspezifisch *nur für die EU als Ganze unter Einbeziehung des Finanzplatzes London (und des Nicht-EU-Finanzplatzes Zürich)* realisiert werden.

16. Das Aufkommen der PFTT fällt nicht bei den nationalen Fiscis an, sondern ermittelt sich für die Zeitzone als Ganze. Das Steueraufkommen müsste danach entweder den einzelnen Teilnehmerländern mittels Schlüsselzuweisungen überstellt werden, oder aber einem Europäischen Fonds für Wirtschaftliche Entwicklung zufließen. Es kann freilich auch für die Finanzierung anderer „globaler öffentlicher Güter“ eingesetzt werden.

Operationalisierung

17. Positiv wirkt sich auf die Operationalisierung der PFTT aus, dass die Konzentration auf einen Finanzplatz als „natürliches Monopol“, die Komplexität des Devisengeschäfts sowie die Konnexität der Marktsegmente für verschiedene

Instrumente und Derivate praktisch *ausschließen, dass Handels-Desks abwandern*. Allerdings steht dies unter dem Vorbehalt, dass die Steuerpolitik auf die Besonderheiten des Liquiditätshandels Rücksicht nimmt und die nur geringen Margen des Geschäfts als steuerpolitische Restriktion beachtet.

Implementierung der Steuer

18. Fragen der Implementierung einer PFTT sind nicht trivial. Es müssen zunächst generelle Besteuerungsprinzipien festgelegt werden, die den Steuertatbestand und den Steuerpflichtigen betreffen. Dabei ist das Marktprinzip anzuwenden, wobei alle an Finanzplätzen in Europa akkreditierten Devisenhändler/Banken sowie Nichtbanken wie die zentral operierenden automatisierten Maklersysteme und Abwicklungssysteme der Steuerpflicht unterliegen. Das Gleiche muss für den Devisenhandel von Produktionsbetrieben (Volkswagen, Daimler-Chrysler) gelten.

19. Grundsätzlich ergeben sich zwei Möglichkeiten des Ansatzes bei der Erhebung: Am Handelsplatz und bei Abrechnung. Beide Verfahren sind technisch möglich, haben aber Vor- und Nachteile.

20. Bei der Erfassung am Handelsplatz ist mit einem der Struktur der Märkte unangemessen aufwendigen Berichtswesen zu rechnen. Dieses entfielen bei der automatisierten Erfassung über die zentralisierten Abwicklungssysteme, allerdings ist dabei auch die differenziertere Erfassung von einzelnen Steuertatbeständen schwieriger, weil derzeit die entsprechenden Informationen nicht weitergereicht werden. Außerdem sind lediglich die am Kassamarkt durchgeführten Operationen erkennbar.

21. Durch die weitere Konzentration der Devisenmärkte und insbe-

sondere die Einführung eines kontinuierlichen Bruttoverrechnungssystems wird jedoch die Erhebung der Steuer beim *Settlement* erheblich vereinfacht und erleichtert. Deshalb gebe ich diesem Ansatz prinzipiell den Vorzug. Dabei ist ein anderes Prinzip anwendbar, das ich als „Zugangsprinzip“ bezeichnet habe. Es setzt die Steuerpflicht am Zugang zu nationalen RTGS-Systemen an und „verkettet“ die Steuerpflicht vertraglich auf vorgelegte Operationen außerhalb des EU-Gebiets.

22. Es ist damit zu rechnen, dass neben dieser Steuererhebungstechnik auf die Berichtspflicht am Desk nicht verzichtet werden kann. Diese könnte nur dann entfallen, wenn sich die Institute verpflichten, Informationen über das zugrundeliegende Devisengeschäft in die globalen Abrechnungssysteme einzuspeisen oder aber am automatisierten Zahlungsverkehr teilnehmen.

23. Die vielbeschworenen Ausweichreaktionen bei Einführung einer PFTT halte ich bei weitem für übertrieben. Die hohe Konzentration des Devisenmarktgeschäfts wirkt dem entgegen und wird sich in Zukunft erhebungstechnisch noch vorteilhafter auswirken als bereits jetzt.

24. Ich halte eine PFTT durchaus für technisch machbar—freilich unter sehr restriktiven Bedingungen, um ökonomische Verzerrungen so gering wie möglich zu halten. Dabei ergeben sich sogar mindestens zwei unterschiedliche Ansatzpunkte (Desk und Abrechnung) mit jeweils unterschiedlichen Systemen. Beide erscheinen erfolgversprechend.

25. Die wirklichen Probleme liegen nicht auf technischem Gebiet. Sie liegen auf dem Gebiet des politischen Willens, der internationalen

Kooperation zwischen Staaten und der legalen Durchsetzung.

Reaktionen

26. Die Einführung einer PFTT wird sehr unterschiedliche Reaktionen unter den Akteuren an den Devisenmärkten auslösen. Generell ist zu erwarten, dass sich das Handelsvolumen reduziert und sich die Handelsspannen ausweiten. Damit stellt sich die Frage, wer diese Zusatzkosten übernimmt. Diese Frage ist weitgehend ungeklärt und kontrovers.

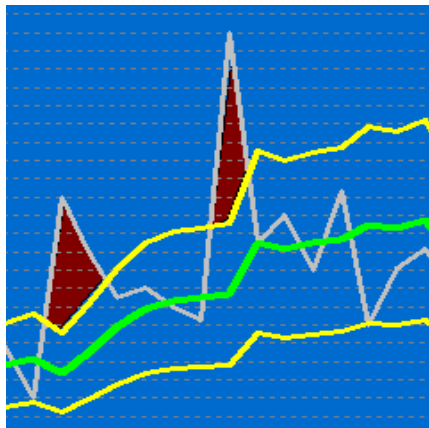
27. Am stärksten von der Steuer betroffen ist der Arbitragehandel, allerdings wird hier die Steuer wegen der geringen Margen wahrscheinlich weiter gegeben, d.h. letztlich wird die Steuer zum Großteil auch vom Produktionssektor und den Haushalten (privaten wie öffentlichen) zu tragen sein.

28. Die eigentlichen Spekulanten am Markt, etwa die *Hedge Funds*, werden von der Steuer relativ weniger getroffen, da sie mit erheblich größeren Margen operieren als der Liquiditätshandel. Sie müssen jedoch vor allem die Zusatzsteuer fürchten, die bei anderen Marktteilnehmern kaum eine Rolle spielt.

29. Unter den institutionellen Investoren werden die Versicherungsunternehmen wegen der geringeren Umsatzrotation eine vergleichsweise höhere Steuer zu tragen haben. In der Gruppe dieser Fonds wiederum vermeiden diejenige die Steuer am leichtesten, die sich auf Portfolioinvestitionen in den Industrieländern spezialisiert haben.

Aufkommen

30. Vorsichtige Schätzungen des Aufkommens einer PFTT lassen bei einem Steuersatz von einem Basispunkt einen Jahresbetrag von ungefähr 17 bis 20 Mrd. Euro für das Gebiet der Europäischen Union plus Schweiz erwarten.



On the feasibility of a tax on foreign exchange transactions

Summary

A tax on foreign exchange transactions is expected to realize different objectives:

1. The stabilization of exchange rates,
2. the exploitation of new revenue sources
3. the redistribution of resources, in particular between financial and producing sectors, and between nations (in particular between the North and the South) , and
4. aspects directed toward transforming the world economic order, in particular with the aim of controlling the process of globalization.

Systemic change is not pursued in this report. On the contrary: The proposals of a tax on foreign exchange transactions are contingent on avoiding a negative systemic impact. Aspects relating to distributional issues are discussed in an ancillary manner only. They fall ultimately in the realm of politics.

The present study focuses mainly on the feasibility of a tax on foreign exchange transactions with emphasis on the objectives of exchange-rate stabilization and fiscal revenue.

The scope for political decisions on a tax on foreign exchange transactions is constrained by the fact that the tax has to be introduced and accounted for by existing political decision bodies, in particular national and supranational parliaments. The tax will therefore have to be unilateral and partial, not multilateral and universal. Moreover, tax revenue will fall to the jurisdiction that is accountable for legislating the tax, not to international organizations. Multilateral international bodies may however be given some or all of the revenue in a second step—via budgetary grants.

The analysis has brought to the fore the following results:

Political restrictions

1. As to „politically feasible“ instruments to curb foreign exchange speculation, the discussion focuses on non-remunerated reserve requirements of foreign currency transactions and/or deposits. There is also a proposal by Zee to use an asymmetrical cross-border capital tax on imports of foreign capital (albeit not on exports). Both instruments are interesting as parts of an arsenal devoted to coping with currency speculation.

2. In particular non-remunerated reserve requirements are likely to form part of the future global financial architecture.

3. The proposal of an asymmetrical tax on cross-border capital flows appears to be laden with severe and complex administrative problems however. This renders its realization highly unlikely.

4. Both instruments are essentially distinct from a tax on foreign exchange transactions as examined in this report.

Concepts

5. To reconcile the objectives of exchange-rate stabilization and revenue generation, a unilateral and „politically feasible“ Tobin tax (PFTT) on foreign exchange transactions with a small rate, combined with a high-rate surcharge on externalities resulting from speculation, the „Exchange Rate Normalization Duty“ appears to be most promising. Both taxes would be technically intertwined.

6. The Tobin tax proper can be implemented unilaterally by member states of the OECD, individually or (preferably) as a group. It could also be implemented by the European Union in cooperation with Switzerland.

7. The exchange-rate normalization duty should be applied unilat-

erally, but only by transition, developing and emerging economies, and by those industrialized countries that aim at pegging their currency to one of the larger currency areas (or a basket of currencies).

8. The combination of two taxes in the form of a *Tobin-cum-Circuit-Breaker* Tax possesses significant allocative and distributive advantages over the prevailing orthodox policies to stabilize exchange rates.

Market structure and economic restrictions

9. The analysis of the structure of foreign exchange markets reveals further elements that restrict the scope for a Tobin tax. Such restrictions are mainly economical and relate to issues such as the level of taxation (tax rate, tax base), and to the distribution of tax revenue.

Tax rate

10. If the purpose of the tax is to be borne by traders/banks, the bid-ask spread will limit the margin for the rate. With the bid/ask being roughly one basis point for more liquid markets, the tax rate should not exceed half or one basis point.

11. If one assumes the tax to be shifted, it entails that it be borne substantially by non-banks. However non-banks represent only 13.3 percent of total turnover. It implies a leverage effect that could multiply the tax burden on non-financial agents by a factor of up to 7.5.

12. If the bid-ask is accepted to limit the scope of taxation, the uniform tax rate of a PFTT should then be derived from the conditions prevailing in the more liquid markets. This confers a relative advantage to less liquid markets where the spread is higher. But this should be conceded because it favors the lesser industrialized countries. The tax rate should then fall in the range of one half to one basis

point. The financial sector then likely bears part of the tax.

13. At this level of taxation, there is no need to relieve exporters, importers or direct investors from tax.

Tax base

14. The tax base could consist of all spot transactions, and outright forwards and swaps up to one month. Options and other financial derivatives will not attract the tax directly, but they are taxed indirectly through the spot and forward transactions they trigger.

Partitioning tax revenue

15. The PFTT is inappropriate as a national revenue raising instrument. This results from the fact that foreign exchange transactions are carried out by time zone. Moreover there is a clear-cut trend toward centralizing these transactions at one center within the zone. This implies the tax to be implemented *for the EU as a whole*, including of course its main trading place, London, but also Switzerland as a potential rival within the zone, but outside the EU.

16. Tax revenue is collected by central banks, but it falls to the region as a whole, not to national authorities. It could be redistributed to national governments via formula-based transfers, but it should preferably go into a European Fund for Economic Development to be managed at the level of the EU. It is of course conceivable the revenue to be used for other „global public goods“ as well.

Operations

17. There is a number of positive factors that prevent foreign exchange transactions from migrating off shore into tax havens. These are the concentration of business onto one main financial center as a „natural monopoly“ within the time zone, complexities relating to for-

foreign exchange transactions and their derivatives, as well as significant network externalities. However this is contingent on a tax policy that respects the specific features of liquidity trading and recognizes the effective margins of trading as a constraint on tax rates.

Implementation

18. The problems relating to the implementation of a PFTT are rather complex. First of all, there must be clear principles to guide tax policy. They concern the definition of the tax base and the taxpayer. A reasonable approach will be to base the tax on a „market principle“, whereby all traders accredited in European financial centers, centrally operating automated broker systems and clearing/settlement systems will be taxable. The same is true for foreign exchange trading by non-banks (such as Volkswagen or Daimler-Chrysler).

19. Generally speaking there are two options to define tax liability: at the trading desks, or at the time of settlement. Both procedures appear to be feasible, although they both have advantages and disadvantages.

20. If the tax is levied at the trading desks, there may be a cumbersome reporting necessity, which is inappropriate in view of the electronic platforms that characterize the market. This could be avoided by an automated, centralized tax collection at the stage of clearing or settlement. The latter still poses problems as the available information is not passed on to the settlement stage now. Moreover, only spot transactions would be recognizable when settling claims.

21. However the further concentration and automatization of foreign exchange trading, in particular the introduction of a continuous link

gross settlement system will significantly improve the conditions for levying the tax at settlement stage. This is why I prefer this latter approach. It requires a different principle of taxation though, which I have dubbed the “access principle”. It defined tax liability from the access to official national gross settlement systems, with contractual „backward chaining“ by which operations prior to settlement are included.

22. It seems obvious that this procedure will also require some reporting at the desk for those institutions that do not participate in official and centralized clearing and settlement. It could be waived however if those institutions would join such systems and/or convey relevant information into the centralized clearing and settlement machinery.

23. The ominous literature on tax avoidance strategies related to the introduction of a PFTT is by far overstating the risks. The high degree of concentration of foreign exchange operations tends to work against it. Developments in foreign exchange markets will further enhance compliance with the tax.

24. I consider a PFTT to be feasible in technical terms—provided that the nature of liquidity trading is respected and taken into account. There are even two options to implement such a tax, one starting from the trading desk, the other operating at the level of settlement. Both appear to be promising.

25. The knotty problems are not at all technical. They are related to political will, to international cooperation, and to legal enforcement.

Reactions

26. The introduction of a PFTT will entail a number of very different reactions among actors on foreign

exchange markets. It is to be expected generally that trading volumes will decline, and that the bid-ask spread will widen. This raises the question of who will bear the burden of the tax. This question is largely open and controversial.

27. Most affected by the tax are those engaging in covered interest rate arbitrage. However, given the extremely thin margins of this business, it is likely that the higher risk will be largely shifted forward though higher premia. It implies the tax to be borne also by the production sector and by households (both private and public).

28. The proper speculators in the market, for instance hedge funds, will be hurt *comparably less* because they operate with significantly higher margins than liquidity traders. The tax adds only a relatively smaller charge onto their business. However they will have to fear the anti-speculative surcharge, which will not play a significant role in the trading decisions of all other groups.

29. Among the institutional investors, insurance companies will bear a comparably higher tax burden because of their longer-term investment strategies and the consequent lower rotation of turnover relative to assets. This is different for the group of investment funds, for instance, where trading is comparably more intensive. Within this latter group of investors, it is most likely that those institutions can more easily shun the tax that specialize in financial assets of industrialized countries.

Revenue

30. Revenue estimates of a PFTT of one basis point result in an amount of 17 to 20 bill. Euro for the EU plus Switzerland.