

## Kapitel 3: Organisation

### Wie sehen Struktur der Devisenmärkte und ihre Entwicklung aus?

Um die Probleme bei der Implementation einer PFTT (und implizit der ERND) behandeln zu können, ist es zunächst erforderlich, die Struktur und Funktionsweise von internationalen Devisenmärkte und deren Entwicklung zu verstehen.

► **Charakteristika des Devisenmarktes.** Seit dem Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton-Woods hat sich ein globaler, sehr differenzierter internationaler Devisenmarkt herausgebildet. Die wichtigsten Devisen können heute jederzeit, von jedem Ort aus und in erheblichen Beträgen zu geringen Kosten gegen andere Währungen getauscht werden. Im April 2001 betrug der tägliche Devisenumsatz rund 1,2 Mrd. US-Dollar; drei Jahre zuvor hatte er noch rund 1,5 Mrd. US-Dollar betragen.<sup>1</sup> Der Rückgang während dieser drei Jahre machte 19 Prozent zu laufenden und 14 Prozent zu konstanten Dollarkursen aus (Basis: April 2001).

Die am Devisenmarkt gehandelten Volumina sind beeindruckend: einzelne Transaktionen von 200 bis 500 Millionen US-Dollar sind nicht unüblich, d.h. es handelt sich im wesentlichen um einen Markt für Großhändler. Die Preisstellung erfolgt oft 20 mal pro Minute; der Wechselkurs kann sich am Tag mehrere tausend Mal ändern, allerdings meist in sehr kleinen Schritten, was die glättenden und risikovermindernden Effekte von Liquidität zum Ausdruck bringt.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Siehe BIS (2001) und Galati (2001).

<sup>2</sup> Siehe auch die beispielhaften „Schnappschüsse“ eines elektronischen Handelsplatzes im Anhang 4.

Die wichtigsten sieben Währungen sind mit ihren Marktanteilen in der folgenden Tabelle 3 wiedergegeben (auf 100 Prozent normiert)<sup>33</sup>. Der Anteil dieser Währungen am gesamten Transaktionsvolumen betrug 2001 rund 90 Prozent.

**Tabelle 3:**  
**Die Volumina der täglichen Devisenmarkttransaktionen nach Währungen in Mrd. US-Dollar (jeweils für die Monate April)**

	1998	2001
US-Dollar	43,7	45,2
Euro	*)	18,8
Yen	10,1	11,4
Pfund Sterling	5,5	6,6
Schweizer Franken	3,6	3,0
Kanadischer Dollar	1,8	2,3
Australischer Dollar	1,6	2,1

\*) Für die Zeit vor Einführung des Euro wurden die nationalen Währungen von Euro-land individuell erfasst. Die wichtigsten waren die Deutsche Mark (15,1 Prozent) und der französische Franc (2,6 Prozent). Die anderen EWS-Währungen und der ECU machten 8,7 Prozent aus. Die Addition dieser Werte als Vergleich zum Euro wäre inkorrekt.

Die geografische Aufteilung des globalen Devisenmarkts hat sich in den letzten drei Jahren kaum geändert. Nach wie vor dominiert der Handelsplatz Großbritannien (London) mit knapp einem Drittel des

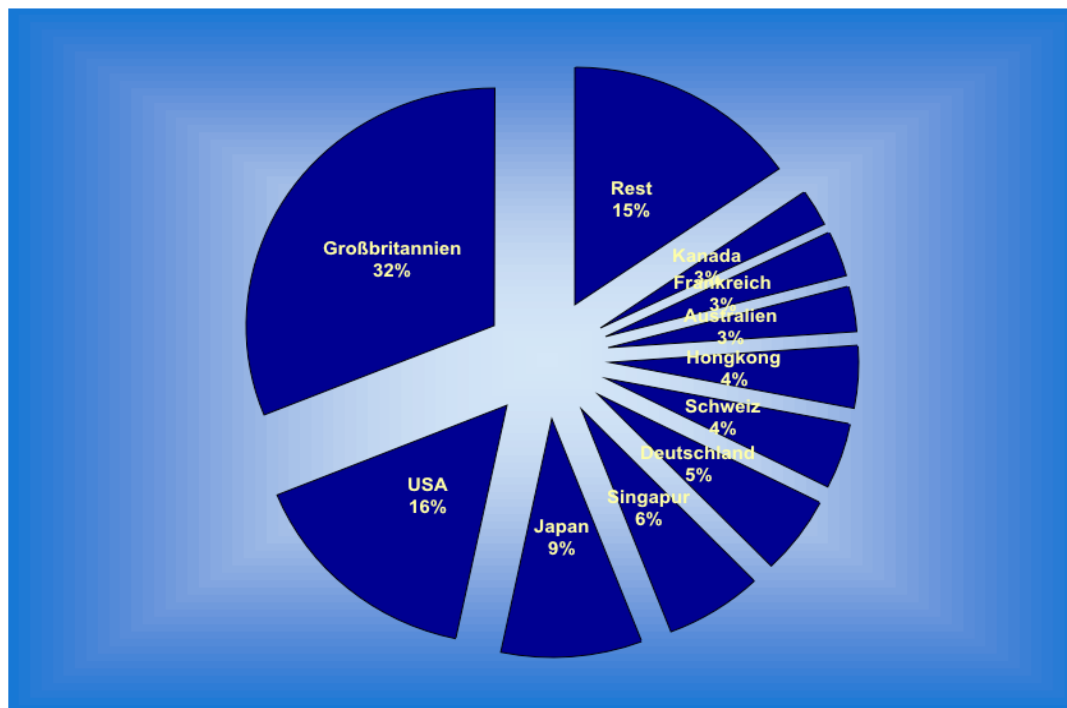
Geschäfts, gefolgt von den USA (New York) mit 16 und Japan (Tokio) mit 9 Prozent. Die Bundesrepublik Deutschland nimmt mit rund 5 Prozent Marktanteil hinter Singapur den fünften Platz ein. Die Aufteilung nach Handelsplätzen ist für das Jahr 2001 aus Grafik 3 ersichtlich.

Am Vergleich zwischen der Verteilung der gehandelten Devisen und der Verteilung auf Handelsplätze wird deutlich, dass die Aktivitäten in den Devisenmärkten völlig losgelöst von den Währungen des jeweiligen Handelsplatzes gesehen werden müssen. Der global führende Handelsplatz London besitzt knapp ein Drittel des Marktes, obwohl das Pfund Sterling nur in 6,6 Prozent der Transaktionen involviert ist. Der Stadtstaat Singapur mit einer Währung, die nur in 1,1 Prozent aller Transaktionen verwendet wird, erreicht ein Handelsvolumen, das höher ist als in der Bundesrepublik Deutschland, obwohl die Deutsche Mark 1998 noch in 15 Prozent aller Transaktionen verwickelt war. Man erkennt daraus, dass der Devisenmarkt ein echter globaler Markt ist, insofern nationale Grenzen und Hoheitsgebiete für die Emission von Devisen praktisch keine Rolle mehr spielen. Vor diesem Hintergrund müssen alle Maßnahmen, die währungspolitischen Kontrollen gleichkommen (Beschränkungen von Devisenein- und -ausfuhr, gesplittete Wechselkurse, Zwangsdepositen auf Devisenimporte oder Zees Kapitalimportsteuer) ausgesprochen kritisch beurteilt werden, weil sich dadurch das jeweilige Währungsgebiet vom internationalen Kapitalmarkt abschottet, was im Zweifel mehr Nachteile als Vorteile mit sich bringt.

Die starke Konzentration des Devisenhandels erklärt sich aus folgenden Faktoren:

<sup>33</sup> Da Devisenmarktgeschäfte jeweils zwei Transaktionen auslösen, eines in der Ausgangs-, eines in der Zielwährung, addiert die BIZ die Transaktionen auf 200 Prozent. Hier wird der Anschaulichkeit wegen die übliche Normierung verwendet.

**Grafik 3:**  
**Die Aufteilung der täglichen Devisenmarkttransaktionen nach Handelsplätzen**  
**in Prozent (April 2001)**



1. Eine Devisen ist (etwa im Kassageschäft) ein *homogenes Gut*; auch die standardisierten Formen von Devisentermingeschäften und die aus Kombinationen von Kassa- und Termingeschäften bestehenden Swapps und Optionen) können jeweils für sich genommen als homogene Güter betrachtet werden. Dadurch besitzt der Finanzplatz des Währungsgebiets einer Devisen keinen besonderen Vorteil in Form von spezifischen standortrelevanten Informationen. Daten über Devisenmärkte stehen immer global zur Verfügung.
2. Die Konzentration auf nur wenige große Finanzplätze erklärt sich vorwiegend aus technologischen Faktoren. Bei der verwendeten Transaktionstechnologie fallen die Durchschnittskosten für die Abwicklung von Transaktionen mit zunehmender Größe des Marktes. Dies führt zu einem sogenannten „natürlichen Monopol“, mit der Folge der weltweiten Konzentration des Marktes. Dass London, New York und Tokio hier besondere Standortvorteile besitzen, erklärt sich historisch. London hat den zusätzlichen Vorteil, dass sich seine Zeitzone nicht nur mit einer, sondern gleich mit zwei anderen wichtigen Zeitzonen überlappt. Singapur und Hongkong haben von der traditionellen Verbundenheit mit dem britischen Finanzplatz profitiert.<sup>4</sup>
3. Bei globalem 24-Stunden-Echtzeit-Handel<sup>5</sup> liegt es nahe, das Devisengeschäft auf drei Zeitzonen zu verteilen. Dieser

<sup>4</sup> Das soll nicht die politischen Erfolge der Regierungen dieser Finanzplätze schmälern, denn die Verbundenheit mit Großbritannien allein hätte nicht genügt (siehe etwa Indien als Gegenbeispiel).

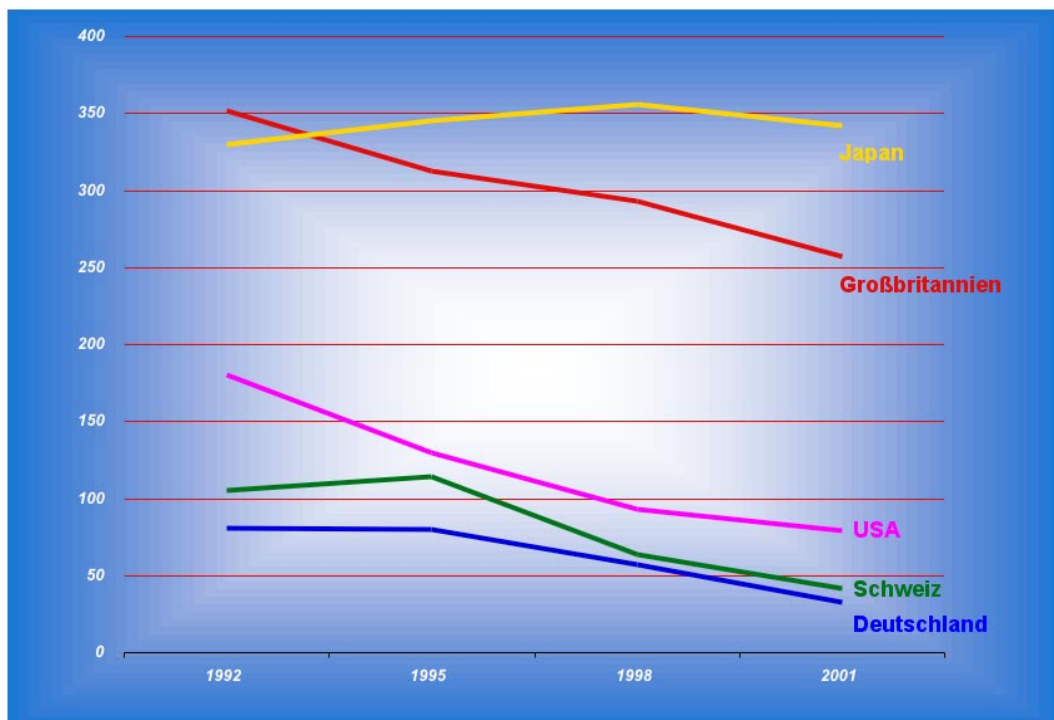
<sup>5</sup> Der Handel wird allerdings durch Feiertage/Wochenenden unterbrochen.

Prozess ergibt sich fast zwangsläufig. Jede Zeitzone bildet dabei ihr eigenes Zentrum des Devisenhandels heraus. In Europa ist dies der Finanzplatz London; in den USA liegt das Zentrum in New York. Im asiatisch-pazifischen Raum dominiert Tokio, allerdings hat Singapur eine relativ starke Stellung als Nebenfinanzplatz.<sup>6</sup> Die Nebenplätze (in Europa besonders Frankfurt, Zürich und Paris) werden den

sengeschäfte im Verkehr mit Nichtbanken werden weiterhin lokal getätigt, aber über am Zentralplatz ansässige Korrespondenzbanken abgewickelt.

- Die Konzentrationstendenzen werden nicht nur geografisch deutlich, sondern lassen sich auch an der Zahl der im Devisengeschäft engagierten Finanzinstitute fest machen. Auch hier macht sich eine Konzentration bemerkbar, wie an der Zahl der

**Grafik 4:**  
Die Entwicklung der Zahl der BIZ berichtenden Finanzinstitute nach ausgewählten Ländern (1992-2001)



Devisengroßhandel wegen der Kostenvorteile mittelfristig an das „natürliche Monopol“ der zeitzonenspezifischen Zentrale abgeben (hier London). Devi-

berichtenden Institute für die Statistiken der BIZ deutlich wird. Diese sind in Grafik 4 wiedergegeben. Lediglich der Finanzplatz Tokio zeigt bis 1998 eine gegenläufige Tendenz, die aber seitdem gebrochen zu sein scheint.

<sup>6</sup> Die Konsolidierung in Asien ist bei weitem noch nicht so vorangeschritten wie in den USA und Europa. Dennoch steht zu erwarten, dass sich längerfristig auch hier die gleichen Tendenzen durchsetzen.

- Schließlich ist auch *innerhalb* des Bankensystems eine verstärkte Konzentration zu beoba-

chten. So entfielen im Jahre 1998 in den USA 75 Prozent des Handelsvolumens auf 20 Banken; im Jahre 2001 waren es nur noch 13 Akteure. Die entsprechenden Zahlen für Großbritannien sind 24 und 17. Am Finanzplatz Frankfurt wird das Devisengeschäft nur noch von deutschen Banken betrieben. Die hier ansässigen Auslandsbanken haben ihre Devisenhandelsplätze allesamt nach London verlegt. Die Zahl der globalen „Marktmacher“ („*market maker*“), die für die wichtigsten Währungs-paare kontinuierlich Geld- und Briefkurse stellen, gibt die BIZ weltweit mit nur noch 20 an (Galati 2001, S. 42).

Die wichtigsten zehn Banken sind mit ihrem jeweiligen Marktanteil am Devisenmarkt in der nachstehenden Tabelle 4 aufgeführt (nach *Euromoney*, Mai 2001).

**Tabelle 4:**  
Die wichtigsten zehn am Devisenmarkt aktiven Banken und ihre Marktanteile in Prozent (April 2001)

Citygroup	9,74
Deutsche Bank	9,08
Goldman Sachs	7,09
JP Morgan	5,22
Chase Manhattan Bank	4,69
Credit Suisse First Boston	4,10
UBS Warburg	3,55
State Street Bank & Trust	2,99
Bank of America	2,99
Morgan Stanley Dean Witter	2,87

Die Konsolidierung im Bankwesen hat zu einer beträchtlichen Verringerung der Zahl der Devisenhandelsplätze (*trading desks*) geführt. Es steht zu erwarten, dass sich dieser Trend fortsetzen wird. Das Geschäft wird sich dabei weiter auf die Haupthandelsplätze konzentrieren.

6. Es gehört zum Charakteristikum der Devisenmärkte, dass diese sich vorwiegend an Banken/Händler im Liquiditätshandel untereinander richten. Im Jahre 2001 machten diese Transaktionen 86,8 Prozent des Gesamtbetrags aus. Das Geschäft mit Nichtbanken (Endnachfrager wie Importeure/Exporteure, Direktinvestoren, Anlagefonds, Lebensversicherungen usw.) ist im Verhältnis dazu relativ klein. Die Struktur des Marktes nach Gruppen von Geschäftspartnern ist für das Jahr 2001 in der nachstehenden Tabelle 5 wiedergegeben.

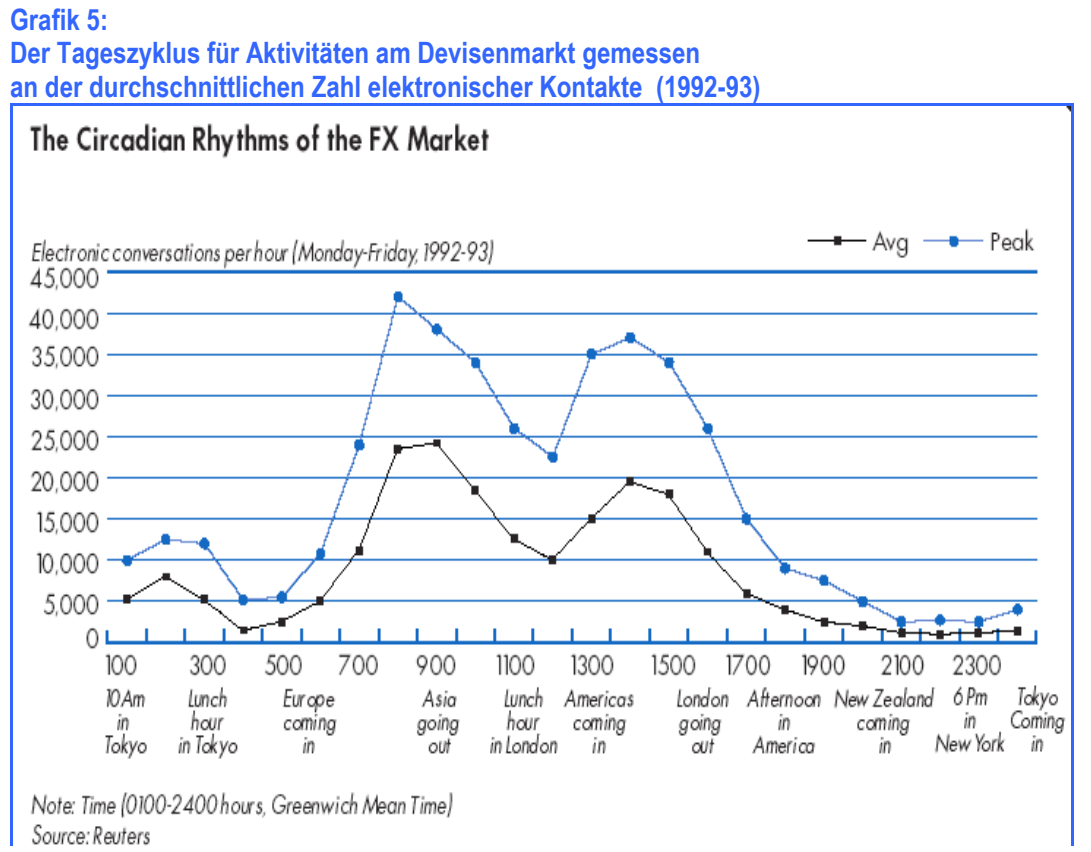
**Tabelle 5:**  
Die Struktur des Marktes nach Gruppen von Geschäftspartnern (April 2001)

Gegenpartei	Mrd. US-\$	Anteil in Prozent
Berichtende Händler	689	58,7
Andere berichtende Finanzinstitutionen	329	28,0
Nicht-Finanzinstitute	156	13,3

Von diesen Transaktionen wurden 42,5 Prozent lokal und 57,5 Prozent grenzüberschreitend getätigt.

Man muss sich klar machen, dass ein Anstoß von außerhalb des Liquiditätshandels zu einer Vielzahl von nachgelagerten Transaktionen führt. Bietet etwa ein Exporteur seinen Dollarerlös einer deutschen Bank an, so

sich im 24-Stunden-Rhythmus ergeben. Der Tageszyklus für Devisenmarktaktivitäten gemessen an der durchschnittlichen Zahl der elektronischen Kontakte ist in Grafik 5 dargestellt (nach Reuters):



wird diese den Betrag zwar aufnehmen, die dadurch entstehende „offene Position“ aber sofort wieder durch Weitergabe an den Markt schließen. Die Weitergabe des „Schwarzen Peters“ („hot-potato trading“) geht so lange fort, bis sich am Markt ein Partner findet, der den Dollarbetrag definitiv aufnimmt.

- Der Devisenhandel verteilt sich keineswegs gleichmäßig über den Tag hinweg. Die Aktivitäten variieren erheblich in Abhängigkeit vom Handel nach Zeitzonen. Dies kann etwa an der Zahl der elektronischen Verbindungen verdeutlicht werden, die

- Die Konzentrationstendenz in den Devisenmärkten wird verstärkt durch Synergien, die zwischen den einzelnen Segmenten bestehen. Auf sie wird im Folgenden eingegangen.

**► Instrumente am Devisenmarkt.**

Im Devisenmarkt werden Transaktionen mit unterschiedlichen Instrumenten getätigt. Während vor 12 Jahren die Kassatransaktionen noch überwiegen (im Jahre 1989 betrug sie 54 Prozent des Gesamtvolumens), spielen sie heute eine wesentlich geringere und der Tendenz nach abnehmende Rolle

(32 Prozent im Jahre 2001). Die wichtigsten Instrumente sind heute Devisenswapps („FX swaps“) und Termingeschäfte. Daneben werden zu einem kleineren Teil OTC („over the counter“), d.h. auf der Basis bilateraler Kontrakte, Devisen- und Zinsderivate gehandelt.

Das Verhältnis der einzelnen Devisenmarktsegmente zueinander ist in der nachstehenden Tabelle 6 wiedergegeben.<sup>7</sup>

**Tabelle 6:**  
**Die Struktur des Devisenmarkts nach den wichtigsten Instrumenten (jeweils für April)**

	Mrd. US-Dollar		Prozentanteil	
	1998	2001	1998	2001
Kassa	568	387	38,1	32,0
Termin	128	131	8,5	10,8
Swapps	734	656	49,3	54,2
Insgesamt	1.490	1.210	100	100
Insgesamt*)	1.400	1.210		

\*) Zu fixen Wechselkursen (April 2001). Die Prozentanteile addieren sich wegen des fehlenden Nachweises weiterer Instrumente nicht zu 100 Prozent.

Zu den Märkten ist folgendes anzumerken:

- Auf Kassamärkten (*spot markets*) werden jeweils zwei Währungen direkt miteinander getauscht. Dabei werden immer zwei Preise gestellt, einen für den Ankauf, einen für den Verkauf (Geld- und Briefkurs). So betrug

<sup>7</sup> Die Daten sind Tagesdurchschnitte jeweils für den Monat April nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ 2001).

etwa der *bid/ask* im Interbankenhandel für den Euro gegenüber dem US-Dollar am 14. Januar 2002 bei Öffnung des Markts in Tokio 1.12108 / 1.12120.<sup>8</sup> Verkaufte an diesem Tag etwa eine Bank A in Tokio einen Betrag von \$100 Millionen gegen Euro an eine Frankfurter Bank B, so musste die Bank B dafür am 16. Januar einen Betrag von 112,108 Millionen Euro an die Bank A liefern. Kaufte die Bank A an diesem Tag einen Betrag von \$100 Millionen von der Bank B, so musste sie dafür 112,120 Millionen Euro zahlen.

Kassatransaktionen sind weitgehend standardisiert<sup>9</sup> und damit extrem liquide. Der US-Dollar/Euro-Devisenmarkt ist der liquideste Finanzmarkt der Welt überhaupt.

- Die Liquidität ist für bestimmte, seltener gehandelte Devisenpaare deutlich geringer als für Standardwährungen. Das drückt sich im allgemeinen in einer stärkeren Spreizung von Geld- und Briefkurs („*bid/ask spread*“) aus (vergleiche Anhang 4). Es gibt auch Fälle, bei denen die Transaktion über eine Mittlerwährung („*vehicle currency*“) abgewickelt wird, um die höhere Liquidität dieser Märkte zu nutzen und damit trotz der doppelten Währungskonversion Trans-

<sup>8</sup> Man beachte, dass in diesem Falle die Marge 12 „Pips“ oder etwa einen Basispunkt ausmacht.

<sup>9</sup> Es gibt gewisse Varianten, wie den „pre-spot“ oder „ante-spot“ und sogar „cash“, bei denen die Abwicklung vorgezogen und der Handel rückwirkend getätigt wird. Diese Geschäfte sind vom Volumen her nicht nennenswert. Bei der Preisstellung orientiert man sich ebenfalls am Kassakurs (mit Zu- oder Abschlägen).

aktionskosten zu reduzieren. Bei diesem „cross-rate trading“ löst ein Geschäft die doppelte Zahl von Transaktionen aus und die Margen addieren sich entsprechend. Auch die PFTT würde hier mehrfach angewendet werden.

- ▶ Wie aus dem Beispiel deutlich wird, müssen Devisengeschäfte normalerweise zwei Tage nach Kauf/Verkauf abgerechnet werden (*settlement*).<sup>10</sup> Es sind dabei immer zwei nationale Abrechnungssysteme beteiligt. Im obigen Beispiel liefen die Transaktionen vermutlich über Fedwire in den USA und RTGS<sup>Plus</sup> in der Bundesrepublik.
- ▶ Die Abwicklung des Devisengeschäfts muss in beiden Währungen gleichzeitig erfolgen, wenn ein Abrechnungsrisiko („Herstatt-Risiko“) vermieden werden soll. Da die Abrechnung (*Settlement-Zahlung*) in verschiedenen Zeitzonen erfolgt, werden Abrechnungen in Asien zuerst, danach in Europa und zuletzt in Amerika getätigt. Dies bringt das Risiko mit sich, dass beispielsweise Euro in Frankfurt ausgeliefert, bevor die entsprechenden Dollarbeträge in New York gutgeschrieben werden. Das kann erhebliche Risiken für den Käufer von US-Dollar mit sich bringen.
- ▶ Bei Termingeschäften („*outright forwards*“)<sup>11</sup> ist Gegenstand des

---

<sup>10</sup> So viel Zeit ist (noch) vonnöten, um die Verträge zu confirmieren und die Zahlungen abzurechnen. Diese Zeit wird sich vermutlich aufgrund von technologischen Entwicklungen noch verkürzen.

<sup>11</sup> Die Händler benutzen den Begriff „outright“, um klarzustellen, dass es sich eine einfache Transaktion und nicht um eine solche handelt, die Teil eines Devisenswaps ist.

Handels das Versprechen, Devisen zu einem im Voraus bestimmten Termin zu liefern/kaufen. Der Zeitpunkt kann dabei drei oder mehr Arbeitstage nach Abschluss des Vertrags liegen. Für jeden Fälligkeitstermin gibt es dabei einen anderen Wechselkurs, der im allgemeinen vom Kassakurs abweicht. Termingeschäfte werden erst bei Fälligkeit abgewickelt, d.h. bei Abschluss des Vertrags erfolgt noch keine Zahlung.<sup>12</sup>

- ▶ Termingeschäfte werden von nichtfinanziellen Kunden am Devisenmarkt zur Ausschaltung von Wechselkursrisiken (*hedging*) bei in der Zukunft liegender Finanzierung von realwirtschaftlichen Vorgängen eingesetzt. Sie eignen sich aber auch zur Spekulation. Diese Geschäfte müssen auf die besonderen Wünsche des Kunden hinsichtlich Betrag, Währung und Fälligkeitsdatum zugeschnitten werden („*customization*“). Je weniger typisch Fälligkeitsdatum und/oder Währungspaarungen sind, desto teurer kann die Transaktion werden, weil ein solches Produkt an weniger liquiden Märkte bereit gestellt werden muss.

Finanzinstitute orientieren sich bei ihren Aktivitäten im Termingeschäft hinsichtlich Fälligkeitsdatum und Währungspaarung an standardisierten Märkten. So gibt es für die wichtigsten Währungen Märkte für Ein-, Zwei-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld. Diese auf Termine standardisierten Märkte sind wiederum erheblich liquider als für

---

<sup>12</sup> Es kann aber vor Zahlung etwa zum Übertrag von Wertpapieren zur Besicherung des Geschäfts kommen.

nicht-standardisierter Produkte und es kommt damit auch zu geringeren Margen (Kosten der Vermittlung).

- Zwischen dem Kassakurs einer Devisen und dem Terminkurs besteht ein enger Zusammenhang, der über die sogenannte gedeckte Zinsparität hergestellt wird. Besteht nämlich die Möglichkeit der Arbitrage, so muss jede größere Marge zwischen Kassa- und Terminkurs bei gegebenem Zinsdifferenzial zwischen In- und Auslandswährung sofort zu Transaktionen führen, die die Marge wieder auf das Normalmaß zurückführen. Solche Arbitrageoperationen dürfen nicht mit Spekulation gleich gesetzt werden.

Wenn beispielsweise für Dreimonatsdeposits in Euro 5 Prozent p.a. gezahlt werden, für Dreimonatsdeposits in Yen aber nur 2 Prozent p.a., und wenn es dann weder eine Prämie noch einen Diskont auf Dreimonatsgelder im Euro/Yen-Terminmarkt gäbe, so müsste dies risikofreie Arbitrageoperationen auslösen. Dabei würden Darlehen in Yen zu 2 Prozent aufgenommen, gegen Euro getauscht, mit 5 Prozent verzinst und ohne Kursrisiko nach drei Monaten wieder gegen Yen zurückgetauscht werden können. Der risikofreie Arbitragegewinn entspräche in diesem Beispiel einem Viertel der Differenz zwischen den jährlichen Zinsraten der beiden Währungsgebiete. Aus diesem Grunde wird das Zinsdifferenzial für Termingeschäfte durch einen Zu- oder Abschlag auf den Kassakurs geschlossen. Geringfügige Unterschiede ergeben sich lediglich durch Transaktionskosten. Um diese

gering zu halten, werden Termingeschäfte in aller Regel „off shore“ an den Eurodevisenmärkten abgewickelt.

- Für spätere Überlegungen bleibt festzuhalten, dass jede Spekulation etwa am Terminmarkt—bei gegebenem Zinsdifferenzial zwischen zwei Währungen—Arbitrage-Transaktionen auslösen muss, die *auch den Kassamarkt berühren*. Wichtig für unsere Überlegungen wird weiterhin sein, dass Terminkontrakte für wichtige Währungen auch „off shore“, d.h. außerhalb des jeweiligen Währungsgebietes, arrangiert werden können. Es besteht also keine Notwendigkeit, direkt an einen lokalen Devisenmarkt heranzutreten.<sup>13</sup>
- In sogenannten Devisenwaps („FX swaps“)<sup>14</sup> wird eine Devisen für eine gewisse Zeit gegen eine andere getauscht („geswappt“) und danach wieder zurückgetauscht. Ein Swap besteht demnach aus zwei Teilen, die jeweils für sich zu verschiedenen Daten abgerechnet, aber aus einem Geschäft resultieren und als eine Transaktion erfasst werden. Oft bestehen Swaps aus einem Kassa- und einem Termingeschäft (aber auch die Kombination zweier Termingeschäfte mit unterschiedlichen Fälligkeiten ist üblich), die in entgegengesetzte Richtungen laufen. Bei zwei Drittel aller auf

---

<sup>13</sup> Dieser Aspekt stellt ein weiteres Problem für die Kapitalimportsteuer von Zee (2000) dar. Es ist keineswegs so, wie Zee meint, dass die CBCT gegen Steuerhinterziehung weitgehend gefeit ist.

<sup>14</sup> Das Instrument ist von einem Zinsswap („interest-rate swap“) zu unterscheiden, bei dem Zahlungen in fixen und variablen Zinsen (auch in nur einer Währung) getauscht werden.

den Kassadevisenkurs bezogenen Swapps wird der zweite Teil des Geschäfts innerhalb einer Woche abgewickelt. Der Devisenswapp ist ein Standardinstrument im OTC-Geschäft, das zwar einen Tausch und einen Rücktausch beinhaltet, wobei es handelt allerdings *nicht* um zwei gegenläufige Zahlungsströme handelt. Für Zwecke der Besteuerung muss es daher als Einheit betrachtet werden.

- ▶ Der Swapp ist äquivalent zu einer kurzfristigen Kreditaufnahme bei gleichzeitiger Ausleihe auf besicherter Basis. Dadurch eignen sich Swapps ebenso zum Liquiditätsmanagement wie für Kurssicherungs-geschäfte, aber auch für die Spekulation. Die Attraktivität von Swapps liegt aber vor allem darin, dass es Händler oft für opportun halten, temporär von einer Währung in eine andere zu wechseln, ohne das Risiko einer offenen Position in der Währung einzugehen, *die nur temporär* aufgenommen wird. Dies ist in den Kassa- und Terminmärkten anders. Hier wird das Risiko einer Währungsposition durch Wechsel in eine andere *geändert*.
- ▶ Bei der Preisstellung eines Swapps wird auf die Kurse der beiden verbundenen Instrumente abgestellt. Es werden einfach die Zinsdifferenziale zwischen beiden Instrumenten getauscht. Dabei legt man sogenannte Swapp-Punkte („*swap points*“) auf der Basis von Aktiv- und Passivzinsen auf *Off-Share*-Märkten zugrunde, die eine Umrechnung in eine auf den Wechselkurs bezogene Marge erlauben.
- ▶ Auch bei Swapps werden in der

Regel keine Transaktionen getätigt, es erfolgt nur ein sogenannter Differenzausgleich, der entsprechend zu besichern ist. Ähnlich wie beim Termingeschäft muss jedoch auch beim Swapp davon ausgegangen werden, dass Spekulationen mittels Verschuldung im Termin- bei gleichzeitigem Verkauf von Devisen im Kassamarkt kompensierende Arbitragetransaktionen auslösen wird.

- ▶ Bei Währungsoptionen erwirbt ein Käufer das Recht, jedoch nicht die Pflicht, eine Devise zu einem bestimmten Zeitpunkt<sup>15</sup> und zu einem im Voraus bestimmten Preis zu kaufen bzw. zu verkaufen. Eine Option wird nur dann ausgeübt werden, wenn dies im Interesse des Halters eines solchen Anspruchs liegt. Dadurch unterscheidet sich die Option von einem Termingeschäft. Auch eine Währungsoption involviert immer zwei Währungen. Eine Verkaufsoption („*put*“), etwa für Euro gegen Yen, ist zugleich immer auch eine Kaufoption („*call*“), hier von Yen gegen Euro.
- ▶ Das Gros der Währungsoptionen wird OTC („*over the counter*“), also als bilateraler Vertrag zwischen zwei Partnern abgeschlossen.<sup>16</sup> Dabei überwiegen generische Verträge („*plain vanilla contracts*“), die wiederum für gängige Währungen zu standardisierten Beträgen und Fälligkeiten definiert sind. Das Instrument wirkt einseitig begrenzend als eine Art Versicherung

---

<sup>15</sup> In wenigen Fällen kann die Option auch schon vor dem Termin ausgeübt werden.

<sup>16</sup> Für eine begrenzte Zahl standardisierter Optionen gibt es auch einen Börsenhandel, der hier nicht betrachtet wird.

gegen Wechselkursrisiken und wird in der Regel als solches eingesetzt. Aber auch als Spekulationsinstrument können Optionen verwendet werden, allerdings nur dann, wenn gleichzeitig spekulative Aktivitäten in den Kassa- oder Terminmärkten betrieben werden, die das Ziel haben, eine Option „ins Geld“ zu treiben. Nur dann können dem Halter einer Option Vorteile zuwachsen. Wird eine Option nicht ausgeübt, ist in der Regel davon auszugehen, dass kurssichernde Motive zugrunde lagen (oder aber dass eine Spekulation nicht aufgegangen ist).

- Die Preisstellung von Optionen ist einigermaßen komplex, braucht aber hier nicht behandelt zu werden. Dabei spielt die Volatilität einer Währung eine gewisse Rolle, das heißt Optionen auf stark schwankende Währungen sind teurer als auf Währungen, deren Wechselkurs relativ stabil ist. In den Preisen für Optionen kommen die Kosten von Wechselkursvolatilität damit deutlich und explizit zum Ausdruck.
- Was die Bedeutung von Optionen für eine PFTT angeht, so ist festzustellen, dass auch hier zunächst direkt keine Transaktionen getätigt werden, allerdings wird—wie schon bei Termin- und Swappgeschäften—indirekt eine Transaktion auf Seiten des Händlers ausgelöst, der die eingegangene offene Position schließen wird. Wenn ein Händler etwa eine Kaufoption in Euro gegen US-Dollar (= Verkaufsoption in US-Dollar gegen Euro) mit einem Nennbetrag von \$20 Millionen zu einem Optionspreis („*strike price*“) verkauft, der beim gegenwärtigen Terminkurs liegt („*at-the-money forward*“), so

ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Wert steigt oder fällt jeweils 50 Prozent. Um dieses Risiko zu eliminieren, wird der Händler am Kassamarkt sofort 50 Prozent des Nennbetrags in Dollar verkaufen (d.h. \$10 Millionen) und sich dafür mit Euro eindecken, um bei Ausübung der Option zahlungsfähig zu sein. Allerdings wird sich das Risiko einer Ausübung der Option im Zeitablauf ständig verändern.. Steigt der Euro gegenüber dem Dollar, so wird die Wahrscheinlichkeit, dass die Option ausgeübt wird, zunehmen. Der Händler muss daher am Kassamarkt Euro nachkaufen. Andere Faktoren, die das Risiko betreffen sind Änderungen der Zinssätze und der Wechselkursvolatilität. Diese müssen ebenfalls beim *Hedgen* berücksichtigt werden.<sup>17</sup>

### ► Struktur der Devisenmärkte und Wechselkursentwicklung.

Was der Einfluss der Marktstruktur auf den Devisenkurs angeht, so ist folgendes festzustellen:

- Zunächst muss erneut betont werden, dass es keineswegs sinnvoll wäre, den Umfang des Devisenhandels an der Finanzierung realwirtschaftlicher Vorgänge auszurichten. Der Großteil der Devisentransaktionen erfolgt zur Bereitstellung von Liquidität. Dies ist *nicht* gleichbedeutend mit Spekulation. Im

---

<sup>17</sup> Dies geschieht mittels eines Parameters „Delta“ der Black-Scholes-Formel, die für die Preisstellung einer Option herangezogen wird. Das Delta misst die Preisänderungen für die Option, die sich als Folge kleiner Änderungen des unterliegenden Wechselkurses ergeben. Man spricht deshalb auch vom „*delta hedging*“.

Gegenteil: Liquidität leistet einen eigenständigen positiven Beitrag zur Stabilisierung der Wechselkurse, indem sie Möglichkeiten des ubiquitären Echtzeit-Zugangs zum Devisenmarkt bei begrenztem Preisrisiko schafft. Liquidität dient dabei in erster Linie zur Kurssicherung, wobei sehr unterschiedliche Instrumente eingesetzt werden.

- ▶ Händler/Banken treten in der Regel *nicht* als Spekulanten am Markt auf, da sie typischerweise eingegangene „offene Positionen“ sofort wieder schließen. Im Liquiditätshandel orientieren sie sich bei der Preisstellung an Marktmachern, wobei sie indirekt als Arbitrageure tätig werden, indem sie auf Veränderungen des Devisenkurses reagieren.
- ▶ Die Preisstellung erfolgt beim Liquiditätshandel immer anhand von Informationen, die sich aus dem jeweils aktuellen Kurs ableiten. Händler/Banken orientieren sich regelmäßig *nicht* an Fundamentaldaten oder Charts, da dies offene Positionen zur Folge hätte. Im Gegenteil: Sie sind gegenüber *noise trading* im allgemeinen „blind“, weil sie ausschließlich auf Veränderungen von Nachkommastellen des aktuellen Wechselkurses, die sogenannten „Pips“, reagieren. Dies bringt die Fokussierung auf kürzeste Zeitspannen mit sich. Händler/Banken sind allerdings nicht immun gegen Gerüchte am Markt, was eventuell zu spekulativen Aktivitäten führen könnte, aber nicht muss.
- ▶ Der tägliche Liquiditätszyklus ist für die Wechselkursentwicklung von großer Bedeutung. Ergeben sich (etwa aufgrund von

Spekulationen) starke Preisausschläge während der Zeit veringert Liquidität, so reagieren die Akteure im allgemeinen nur wenig darauf und warten ab, bis die Märkte in London und New York geöffnet werden. Die größere Liquidität verbessert dann die Bedingungen für die Preisstellung (des „*price discovery process*“) und die Märkte beruhigen sich meist auch rasch wieder. An diesem Verhalten der Akteure wird besonders deutlich, wie wichtig Liquidität für die Stabilisierung der Wechselkurse ist. Würde eine Devisentransaktionssteuer die Liquidität allgemein verringern, so müsste sich dies in größerer Unsicherheit und letztlich größeren Wechselkurschwankungen niederschlagen..

- ▶ Im Gegensatz zu den Liquiditätshändlern orientieren sich die Akteure *außerhalb* des Finanzsektors an anderen Daten. Hierbei kann es durchaus zu spekulativem Handeln oder *noise trading* kommen.
- ▶ Was die reine Spekulation angeht, also das bewusste Eingehen von risikoreichen offenen Positionen, die oft noch durch die Hebelwirkung impliziter Kreditvereinbarungen (etwa einen Devisenswapp) verstärkt werden, so sind insbesondere die sogenannten „*Hedge Fonds*“ negativ in die Schlagzeilen gekommen. Diese Fonds gehen—entgegen ihrer irreführenden Bezeichnung—oft erhebliche Risiken über offene Positionen ein. Das Ergebnis der Spekulation kann freilich in die eine oder andere Richtung gehen. Eini-germaßen sichere positive Spekulationsergebnisse können diese Fonds allenfalls dann erzielen, wenn sie auf staatliche

Interventionen rechnen können (siehe auch die Ausführungen zur Spekulation in Anhang 3). Erfreulicherweise hat sich die Präsenz dieser Fonds auf den internationalen Devisenmärkten nach Angaben der BIS in den letzten drei Jahren verringert.<sup>18</sup>

- Das Verhalten dieser und anderer Akteure am Devisenmarkt ist für die Wechselkursentwicklung wesentlich entscheidender als die Aktivitäten von Händlern/Banken. Interessanterweise sind dabei zwei sehr unterschiedliche Reaktionen zu beobachten:

- Einesteils orientieren sich beispielsweise Anlagefonds oder Lebensversicherer, die längerfristige Strategien verfolgen, an einem festen Raster für ihr Portfolio (den „gatekeepers“). Es wird beispielsweise festgelegt, dass die Anlagen in einer bestimmten Währung (etwa dem brasilianischen Real) einen Anteil von  $x$  Prozent einnehmen sollen. Wertet der Real ab, so fällt der entsprechende Anteil am Portfolio unter die gesetzte Marke mit der Folge, dass brasilianische Anlagen *aufgestockt* werden. Dies wird zu einer Stärkung des Real beitragen und der Abwertung entgegenwirken, obwohl man es theoretisch als „Spekulation“ bezeichnen könnte.<sup>19</sup>

- Anderenteils kann es zu abrupten Umschichtungen des

Portfolios kommen, wenn der institutionelle Anleger das Vertrauen in eine Währung verliert, und den Anteil  $x$  radikal (ggf. sogar auf 0) reduziert. Man mag dies ebenfalls als Spekulation bezeichnen. Ich sehe darin aber lediglich den Versuch, den Wert des Portfolios im Interesse der Anleger gegen erwartete Wertverluste zu schützen. Die Auswirkungen solchen Handelns auf den Devisenkurs mögen freilich schwer von spekulativ bedingten Transaktionen unterscheidbar sein.

- Bei der Beurteilung des Engagements der langfristigen Investoren in bestimmten Währungen werden sehr unterschiedliche Methoden verwandt. Im allgemeinen wird man sich an wirtschaftlichen Fundamentaldaten und politischen Risikofaktoren orientieren, aber bei kürzerfristigen Anlegern werden durchaus auch mechanistische Extrapolationsverfahren wie Chart-Techniken eingesetzt. Dies kann dann in der Tat zu *noise trading* und damit zu einem systematischen Abweichen vom Gleichgewichtskurs führen. Es erhöht die Volatilität von Wechselkursen insofern, als früher oder später größere Kurskorrekturen unausweichlich werden.<sup>20</sup>

### **Zusammenfassung und Konsequenzen.** Die Darstellung der Marktstruktur und der Instrumente

---

<sup>18</sup> Als Grund dafür gibt Galati (2001, S. 45) das LTCM-Debakel vom Herbst 1998 an.

<sup>19</sup> Der „spekulative Charakter“ dieser „stabilisierenden Operation“ könnte darin gesehen werden, dass der Portfoliomanager eine Wiederaufwertung erwartet und sich entsprechend mit Reais eindeckt, sie umgekehrt aber dann abgibt, wenn der Real über die gesetzte Marke aufgewertet hat.

---

<sup>20</sup> Insofern die PFTT genau diese Art von Transaktionen belastete, und dies schon mit sehr kleinen Steuersätzen, kann sie auch ohne die Zusatzabgabe ERND einen Beitrag zur Stabilisierung der Wechselkurse leisten. Die ERND käme subsidiär als Sicherung gegen kurzfristige, rein spekulative Attacken hinzu, die eine PFTT allein nicht bewältigen kann.

des Devisenmarktes wurde von zwei Zielsetzungen bestimmt:

1. Zum einen ergeben sich aus der Analyse weitere, ökonomisch begründete Einschränkungen für die Ausgestaltung einer PFTT. Auf diese soll abschließend in diesem Kapitel eingegangen werden.
2. Zum anderen ergeben sich Konsequenzen für die Frage der technischen Implementation einer PFTT, die im folgenden Kapitel näher beleuchtet werden sollen.

Welches sind diese weiteren, ökonomisch begründeten Einschränkung für die Konzeption einer PFTT?

Erkennt man die Bedeutung des Liquiditätshandels für die globalisierende Wirtschaft an, insbesondere deren *stabilisierende*, weil *risikovermindernde* und *kostensenkende* Funktion, so darf man die möglichen schädigenden Effekte einer PFTT auf die internationalen Devisenmärkte nicht außer Acht lassen. Das hat Folgen für die Höhe des Steuersatzes und die Steuerbasis einer PFTT; und schließlich lassen sich gewisse Konsequenzen für die Verteilung des Steueraufkommens ableiten.

Was den Steuersatz angeht, so erscheint mir folgendes zwingend:

1. Geht man—wie der französische Gesetzgeber—mit einem Steuersatz von 10 Basispunkten in einen Markt, der mit Margen von ein bis drei Basispunkten operiert (siehe Anhang 3), so riskiert man, diesen Markt zu schädigen, gar außer Kraft zu setzen. Es ist nicht vorstellbar, dass Geschäfte mit einer Marge von einem Basispunkt getätigt werden, wenn sie—bezogen auf den Bruttovorteil—mit einer

900-prozentigen Steuer belastet werden. 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. Die Steuer wäre dann äquivalent einer präsumtiven Bruttoeinkommensteuer von 50 Prozent.

2. Unterstellt man hingegen, wie die Verfechter höherer Steuersätze, *dass die Steuer überwältigt werden kann*, so übersieht man, dass die Gegenparts der meisten Devisentransaktionen ebenfalls Devisenhändler sind, die mit denselben Margen arbeiten wie sie selbst. So bleibt letztlich nur der nicht-finanzielle Endkunde des realen Sektors als Steuerträger übrig—der Exporteur/Importeur und der Investor (direkte Investoren, Portfolioinvestoren, Lebensversicherer). Es erscheint es mir dann inkonsistent, wenn Exporteure/Importeure und Investoren von der Steuer freigestellt werden sollen, wie dies in einigen Vorschlägen gefordert wird (etwa auch dem des französischen Parlaments).<sup>21</sup>
3. Berücksichtigt man weiterhin, dass die Nicht-Finanzinstitute am Devisenmarkt für nur 13,3 Prozent der Geschäfte verantwortlich sind, so müsste dies bei vollständiger Überwälzung aufgrund der Hebelwirkung der

---

<sup>21</sup> Eine Entlastung, die lediglich die vom Exporteur/importeur bzw. dem Direktinvestor *unmittelbar* ausgelöste Transaktion berücksichtigt, kann zudem immer nur partiell sein, da dies die sich bei kaskadenförmiger Überwälzung der Steuer *über den Preis* einstellende Belastung unberücksichtigt lässt.

Transaktionen zu einer sehr starken Belastung des realen Sektors führen. Bei einem Steuersatz von 10 Basispunkten auf alle Transaktionen ermittelt sich dann eine Belastung von 75 Basispunkten für die Kunden der Händler/Banken (=  $10 / 0,133$ ). Der Nettokapitalertrag eines Direktinvestors etwa müsste entsprechend fallen.<sup>22</sup>

4. Nimmt man die Margen als Begrenzung des Steuersatzes hin und versucht einen Kompromiss zu finden, bei dem die Finanzwirtschaft einen Teil der Steuerlast zu tragen bereit wäre, also bei Steuersätzen, die sich an der Marge orientieren und diese nicht überschreiten, so ergibt sich ein weiteres Dilemma: Die liquidesten Märkte weisen zwar die größte Steuerbasis auf, arbeiten aber mit den geringsten Margen. Weniger liquide Märkte operieren zwar mit größeren Margen, realisieren aber nur kleinere Umsätze. Will man dem Rechnung tragen, indem man die höheren Margen weniger liquider Märkte stärker abschöpft, so müsste die PFTT je nach Devisen *einen unterschiedlichen Steuersatz* haben.

Eine solche Differenzierung ist freilich inoperabel. Ich plädiere deshalb dafür, die PFTT mit einem einheitlichen Satz auf die liquidesten Märkte zu fokussieren und die dadurch entstehenden Vorteile für kleinere Märkte bewusst in Kauf zu nehmen.<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup> Freilich kann man darin auch die Möglichkeit sehen, die unter der Globalisierung immer schwieriger mittels einer Einkommensteuer zu besteuern Kapitalerträge indirekt mit einer Abgabe zu belasten.

<sup>23</sup> Damit entfällt auch die Notwendigkeit, bestimmte Transaktionen von der Steuer zu befreien, etwa solche, bei denen die Wäh-

Während ich früher von einem Steuersatz von einem bis zwei Basispunkten ausgegangen bin (Spahn 1996), plädiere ich jetzt nur noch für einen halben bis zu einem Basispunkt. Bei dieser Größenordnung des Steuersatzes entfällt auch die Notwendigkeit einer formalen Entlastung von Exporteuren/Importeuren, etwa im Rahmen der Mehrwertsteuer, und erst recht die der Einkommensteuerzahler wie sie sich Zee (2000) vorstellt.<sup>24</sup>

5. Kenen (1996, S. 114/15) ist darüber hinaus der Meinung, die Großhändler am Markt müssten mit dem halben Steuersatz belastet werden, da die Steuer an beiden Enden einer solchen Transaktion erhoben würde. Ansonsten wäre die Belastungen im Großhandel doppelt so hoch wie die mit Endkunden des Finanzsektors. Dies ist nur formal korrekt. Es ist höchst wahrscheinlich, dass große Anteile der Belastungen im Großhandel durch die Ausweitung der Handelsspanne (*spread*) ohnehin an den nicht-finanziellen Sektor weiter gegeben werden. Die formale Belastung sagt nichts über die effektive Inzidenz der Steuer aus. Ich meine daher, dass eine solche Unterscheidung nicht erforderlich ist, zumal es den Zwang mit sich brächte, die Transaktionen zusätzlich auch

---

rungen von Entwicklungsländern involviert sind (Kenen 1996). Diese spielen ohnehin nur eine vernachlässigende Rolle. Devisengeschäfte der Zentralbanken und Internationalen Organisationen werden aus organisatorischen Gründen ebenfalls mit der Steuer belastet, könnten aber im Nachhinein durch Erstattungen entlastet werden.

<sup>24</sup> Zu einem ähnlichen Vorschlag bezüglich der Exporteure/Importeure wie Zee kommt auch Huffschildt (2001).

noch danach zu differenzieren, wer der Gegenpart einer Transaktion ist. Des weiteren ergibt sich bei einer *einseitigen* Anwendung der PFTT auf Seiten des „Euro-Beins“ ohnehin eine hälftige Belastung, solange das „Dollar-Bein“ (oder das einer anderen Währung) der Transaktion unbesteuert bleibt.<sup>25</sup>

6. Des weiteren gibt es eine Diskussion darüber, ob—und ggf. welche—Transaktionen von der Steuer zu befreien seien, d.h. einen Steuersatz von 0 haben sollten. In diesem Zusammenhang werden oft die Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken, öffentliche Transfers (etwa an den IWF, aber auch die offizielle staatliche Entwicklungshilfe) u.ä. als schützenswert herausgestellt. Dies wird oft nicht weiter begründet und lässt sich wohl auch nicht begründen. Es würde die Steuer nur komplizieren, indem eine Fülle von Ausnahmetatbeständen geschaffen werden, die sich letztlich nicht mehr administrieren und kontrollieren lassen. Eine Transaktionssteuer eignet sich nun einmal nicht zur Verfolgung von öffentlichen, sozialen, ökologischen und sonstigen wohlgemeinten Zielen. Dafür gibt es andere Instrumente. Außerdem muss auch hier noch einmal darauf hingewiesen werden, dass es einen Unterschied zwischen formaler und effekti-

---

<sup>25</sup> So übersetzt sich der von mir vorgeschlagene Steuersatz von 0,5 bis einem Basispunkt auf einer Seite einer Transaktion in eine (für Händler zu halbierende) Spanne von 1 bis 2 Basispunkten bei Kenen. (Er selbst spricht von einem Satz von 5 Basispunkten). Damit bleibt Raum für das Nachziehen des amerikanischen Gesetzgebers, falls dieser ebenfalls an die unilaterale Einführung einer PFTT denken sollte.

ver Inzidenz gibt. Selbst wenn etwa Devisentransfers im Zusammenhang mit der Gewährung von Entwicklungshilfe freigestellt werden würden (was beispielsweise Kenen 1996, S. 115/16 fordert), so würde dies noch lange nicht die im Preis enthaltenen akkumulierten Effekte der Steuer beseitigen, die die Händler an den realen Sektor überwälzen. Und schließlich sollte ein Steuersatz von einem halben Basispunkt direkt kaum belasten und von den Regierungen aufgebracht werden können, die Entwicklungshilfe gewähren.

Ich selbst habe (1995) argumentiert, dass freilich Devisentransfers eines *Currency Boards* von der Tobin-Steuer ausgenommen sein sollten. Dies scheint mir nach wie vor begründbar und sollte die einzige wesentliche Ausnahme bleiben. Solche Interventionen sind auch einfach zu identifizieren und werden damit leichter administrierbar.<sup>26</sup>

7. Was die Steuerbasis angeht, so meine ich, dass lediglich Kassageschäfte sowie Termingeschäfte (und damit indirekt auch Swapps) bis zu einer Laufzeit von einem Monat (oder einem standardisierten Äquiva-

---

<sup>26</sup> Verwaltungsvereinfachung ist hier nicht das Ziel an sich (obwohl auch dies bei einer PFTT angestrebt werden sollte). Die höhere Transparenz durch Verzicht auf jede irgendwie motivierte Ausnahmeregelung erscheint mir für die Machbarkeit der PFTT wesentlich, da sonst sofort politischer Druck mit dem Ziel entstehen würde, Sondergenehmigungen zu erhalten. Diese wären in aller Regel kontraproduktiv, ineffizient und vermutlich nicht einmal gerecht, weil sich damit Schlupflöcher auf tun und der Korruption Tür und Tor geöffnet würde.

lent)<sup>27</sup> der Steuer unterworfen werden sollten. Diese Transaktionen bilden die im vorigen Kapitel bereits angesprochenen „relevanten Devisenmarktoperationen“ („*relevant foreign exchange operations (RFXO)*“).<sup>28</sup> Optionen und andere Finanzderivate werden der Steuer nicht unterworfen, sie werden aber indirekt über die durch sie ausgelösten Transaktionen im Kassa- und Termingeschäft belastet.

8. Wegen der Konzentration der Geschäfte auf ein zeitzonebezogenes Zentrum ist eine PFTT als nationales Besteuerungsinstrument unbrauchbar. So geht die Rechnung, die das französische Parlament am Transaktionsvolumen des Platzes Paris festmacht, an den Realitäten vorbei. Die PFTT kann zeitzone-spezifisch *nur für die EU als Ganze unter Einbeziehung des Finanzplatzes London (und des Nicht-EU-Finanzplatzes Zürich)* realisiert werden. Damit fällt auch das Aufkommen nicht bei den nationalen Fiscis an, sondern es ergibt sich für die Zeit-

zone insgesamt. Das Steueraufkommen für Europa muss demnach als „Pool“ betrachtet werden, dessen Mittel entweder den einzelnen Teilnehmerländern als Schlüsselzuweisungen zufließen oder aber in einen „Europäischen Fonds für Wirtschaftliche Entwicklung“ überstellt werden. Selbstverständlich kann das Aufkommen auch für die Finanzierung anderer „globaler öffentlicher Güter“ zur Verfügung gestellt werden, entscheidend ist nur, dass solche Fonds *multilateral europäisch* und nicht *bilateral national* verwaltet werden können. Da ich nicht an den Erfolg von Verhandlungen über Schlüsselzuweisungen glaube,<sup>29</sup> kommen wahrscheinlich nur die letzteren Lösungen über Fonds in Frage.

9. Positiv für die Operationalisierung der PFTT ist festzustellen, dass die Konzentration auf einen Finanzplatz als „natürliches Monopol“, die Komplexität des Devisengeschäfts sowie die erheblichen positiven Netzwerkexternalitäten der Marktsegmente und –instrumente untereinander praktisch ausschließen, dass Handelsplätze infolge einer unilateralen europäischen Devisentransaktionssteuer an andere Finanzplätze abgezogen werden. London (und seine europäischen Nebenfinanzplätze) besitzt derart bedeutende Vorteile als Devisenmarktzentrum von drei sich überlappenden Zeitzo-

---

<sup>27</sup> Es könnte eine Reaktion der Devisenmärkte sein, Standardkontrakte—statt wie bisher auf einen Monat—dann auf einen Monat + einen Tag zu definieren, um der Steuer zu entgegen. Daher beziehe ich mich auf den „Standard, der einem Monat äquivalent ist“.

<sup>28</sup> Es versteht sich, dass der Übergang von Kassa- zu Termingeschäften fließend ist. Kassageschäfte alleine zu besteuern, wäre nicht sinnvoll, wenn Termingeschäfte ab drei Tagen freigestellt würden (so auch Kenen 1996). Da aber rund 75 Prozent aller Transaktionen innerhalb einer Woche abgewickelt werden (BIS 2001), dürfte diese Abgrenzung den überwiegenden Teil aller Transaktionen erfassen. Devisenoptionen würden nicht direkt, wohl aber indirekt über die damit einhergehenden Kurssicherungsgeschäfte am Kassamarkt besteuert.

---

<sup>29</sup> Es sei nur an die Schwierigkeiten der steuerpolitischen Koordinierung in der EU erinnert, die etwa mit dem Entwurf eines Clearing-Systems für eine Mehrwertsteuer nach dem Ursprungslandprinzip verbunden waren, oder auch an die Probleme mit einer europäischen Quellensteuer auf Zins-einkommen..

nen, dass ein Abwandern des Geschäfts *in andere Zeitzonen* nicht zu befürchten ist. Eine Konkurrenz zu London *innerhalb der Zeitzone*, aber außerhalb der EU plus Schweiz aufzubauen, ist wegen der prohibitiv hohen Kosten, die mit dem *Verpflanzen eines gesamten Netzwerks „an einem Stück“* verbunden wären, noch weniger wahrscheinlich. Mit der Verlagerung einzelner Terminals ist es nicht getan. Die

Vorstellung gar, Devisenmarktakteure könnten aus dem komplexen Netzwerk des Devisenhandels ausbrechen und sich mit ihren Computern in exotische Plätze, wie die Bahamas begeben, ist geradezu abenteuerlich und grotesk. Allerdings hängt vieles davon ab, dass die Steuerpolitik auf die Besonderheiten des Liquiditätshandels und die nur geringen Margen des Geschäfts Rücksicht nimmt.