

Kapitel 5: Reaktion

Wie könnte sich die PFTT auf die Märkte auswirken?

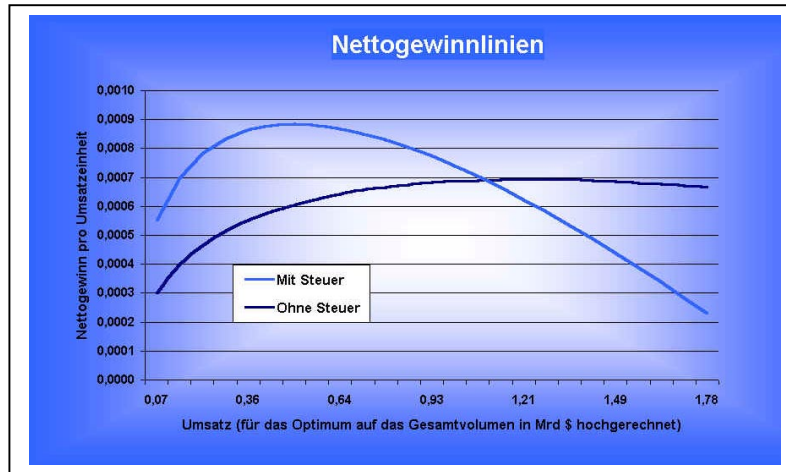
In diesem abschließenden Kapitel werden einige Überlegungen darüber angestellt, wie sich eine PFTT auf die Devisenmärkte und das Verhalten der Akteure auswirken könnte. Auch wird der Versuch unternommen, das mögliche Aufkommen einer PFTT grob abzuschätzen.

► **Verhaltensreaktionen.** Es ist zu vermuten, dass sich eine PFTT sehr unterschiedlich auf die verschiedenen Marktsegmente auswirken wird.

Auf der einen Seite gibt es die Großhändler, deren Kosten als Folge technologischer Entwicklungen extrem gesunken sind, die zugleich in einem harten globalen Wettbewerb zueinander stehen und daher trotz geringer Kosten mit minimalen Gewinnspannen auf ein hohes Transaktionsvolumen angewiesen sind, um profitabel zu sein.¹ Eine Devisentransaktionssteuer müsste die Handelsspanne (*bid-ask spread*) erweitern und damit zugleich das Volumen reduzieren. Zugleich würde sich die mittlere Fristigkeit von Devisengeschäften verlängern. Dies liegt an dem relativ stärkeren Rückgang von Kassageschäften im Verhältnis zu Termingeschäften. Beide Effekte sind von der PFTT auch intendiert.

¹ „A more controversial feature of the new shape of the financial system is that the bulk of its participants now have a vested interest in instability because the advent of high-technology dealing rooms has raised the level of fixed costs. High fixed costs imply that high turnover is needed for profitability. But high turnover tends to occur only when markets are volatile” (Walmsley, Julian (1988) *The New Financial Instruments: An Investor's Guide*. New York: John Wiley & Sons; zitiert nach Felix und Sau (1996, S. 231).

Die Wirkungen einer Tobin-Steuer auf Nettogewinne und Handelsvolumina der Großhändler können mit Hilfe einer kleinen Modellrechnung verdeutlicht werden. Diese ist in der folgenden Grafik 7 wiedergegeben.²



Auf der anderen Seite gibt es den Handel mit Endabnehmern von Devisen der verschiedensten Art: Exporteure und Importeure, Direktinvestoren oder Portfolioinvestoren (wie *Hedge Funds*, Investmentfonds, Versicherungen) und andere institutionelle Anleger. Auch der Staat und die Zentralbanken treten als Akteure am Devisenmarkt auf. Letztlich wird ein nicht unbe-

trächtlicher Teil des Devisenhandels im Einzelhandel abgewickelt etwa durch Geschäftsbanken oder Kreditkartenfirmen im Tourismus und im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr von privaten Haushalten.

Im Endkundenbereich sowie insbesondere im Einzelhandelssegment des Devisenmarkts wird mit erheblich größeren Spannen gearbeitet. Die Margen sind umso höher, je geringer der Umsatz, je geringer die Liquidität im speziellen Devisenmarktsegment, je

unelastischer die lokale Nachfrage und je höher der Grad der Informationsasymmetrie sind, die Quasimonopolrenten rechtfertigen.

Kommt es zu der von mir erwarteten Spreizung der Handelsspannen im Großhandel bei Rückgang des Transaktionsvolumens, so muss sich das auf verschiedene Teilnehmer am Markt unterschiedlich auswirken (siehe auch Felix und Sau 1996, S. 230ff.):

- Am „kürzesten Ende“ des Marktes, also insbesondere bei den Arbitrageoperationen („*covered-interest-rate arbitraging*“) bilden Transaktionskosten von je her so etwas wie eine „neutrale Zone“, in der es keine Arbitragegewinne gibt, womit Transaktionen auch unterbleiben. Diese Zone würde durch die Transaktionssteuer zweifellos ausgeweitet. Am Dollar-Euro-Markt beträgt die neutrale Zone derzeit etwa 10 bis 15 „Pips“ oder rund einen Basispunkt. Durch eine PFTT von einem Basispunkt

² Diese illustrativen Berechnungen wurden anhand des in Anhang 2 beschriebenen Modells durchgeführt. Hierbei gelten folgende, nicht völlig unrealistische (aber frei gewählte) Parameter, die keinerlei empirische Relevanz für sich beanspruchen können: $a = 0,5$; $b = 0,95$; $g = 0,0005$; $t = (\ = 0,0001$. Die Grafik wurde so normiert, dass sich für die maximale Gewinnspanne vor Tobin-Steuer das für 2001 berichtete Transaktionsvolumen (in Mrd. \$ pro Tag) ergibt. So ließe sich ggf. auch die Steuerelastizität berechnen, d.h. der Rückgang des Transaktionsvolumens in Abhängigkeit vom Steuersatz. Dieser betrüge bei dieser Parameterkonstellation für einen Basispunkt rund 77 Prozent. Ich halte allerdings die tatsächliche Reaktion für weitaus geringer (siehe unten).

würde sich die neutrale Zone um zwei Drittel bis 100 Prozent ausweiten. Aus diesem Grund würde diese Art des Handels auch besonders betroffen. Devisenhändler hätten es schwerer, einmal aufgenommene „heiße Kartoffeln“ mit relativ geringem Risiko an andere Händler weiterzureichen. Besteht der Kunde dennoch darauf, die Devisen zu kaufen/verkaufen, so wird sich der Händler das erhöhte Absatzrisiko durch eine höhere Prämie abgelten lassen. Er wird also die Steuer zum Großteil überwälzen (müssen), wenn er weiterhin profitabel arbeiten will.

- ▶ Diese Aussage ist jedoch vor dem Hintergrund der Tatsache zu relativieren, dass die Transaktionskosten im Devisenhandel in den letzten Jahren dramatisch gefallen sind. Wenn heute im Dollar-Euro-Markt mit Margen von etwa einem Basispunkt gearbeitet wird, waren zur Zeit meiner ersten Studie über die Tobin-Steuer im Jahre 1995 noch 4-5 Basispunkte üblich. Selbst wenn sich also die derzeitige Marge durch die PFTT um 100 Prozent ausweitete, so läge sie immer noch um wenigstens 50 Prozent *unter* den vor sechs Jahren üblichen Margen. Damals betrug das tägliche Transaktionsvolumen rund eine Milliarde Dollar—also nur 17 Prozent weniger als im Jahre 2001.³ Es spricht demnach vieles dafür, dass die negativen Auswirkungen einer PFTT auf die Handelsvolumina des Liqui-

ditätshandels oft weit übertrieben dargestellt werden.

- ▶ Auch der riskante Handel von Devisen der Entwicklungsländer muss durch die Steuer betroffen werden. Hier existieren oft keine voll ausgebauten Terminmärkte, die einen Handel mit „gedeckter Zinsparität“ erlaubten. Dadurch sind die Risiken bereits im originären Geschäft wesentlich höher als im vorgenannten Fall, was sich in erhöhten Handelsspannen ausdrückt. Eine einheitliche PFTT, deren Steuersatz sich an den liquidesten Märkten orientiert (etwa ein bis zwei Basispunkte), wäre aber im Verhältnis zu den bereits originär hohen Handelsspannen nur eine geringe Zusatzbelastung, die kaum zu einer Einschränkung des Handels führen dürfte. Entwicklungsländer werden folglich von einer PFTT *relativ wenig belastet*. Freilich ist das Volumen der an diesen Marktsegmenten gehandelten Devisen im globalen Kontext auch fast bedeutungslos (wenn auch nicht notwendigerweise für die betroffenen Länder selbst).
- ▶ Eine ähnliche Argumentation gilt interessanterweise auch für den Devisenhandel von sogenannten *Hedge Funds*, die sich in hohem Maße auf spekulative und riskante Geschäfte einlassen. Eben *weil* diese Geschäfte bei ungedeckter Zinsparität (d.h. das Eingehen von bewusst „offenen Positionen“, die in aller Regel auch noch durch Kreditarrangements mit Hebelwirkung ausgeweitet werden) so extrem riskant sind, wird in diesem Marktsegment auch mit großen Margen operiert. Deshalb kann eine Steuer mit verhältnismäßig

³ Der Vergleich der Handelsvolumina über die Zeit hinweg ist freilich wegen der Strukturveränderungen im Markt (Konsolidierung, Einführung des Euro, etc.) problematisch.

kleinem Satz, der sich zu einer bereits sehr breiten neutralen Zone addiert, kaum abschreckende Wirkung zeitigen.

Allerdings weisen Felix und Sau in diesem Zusammenhang auf zwei Nebeneffekte hin, die hier eine Rolle spielen könnten.

Erstens könnte die Tobin-Steuer zu einer geringeren Volatilität beitragen und dadurch den Aktionsraum für spekulative Geschäfte der *Hedge Funds* verringern. Ich persönlich stehe diesem Argument kritisch gegenüber, da (wie mehrfach betont) weniger liquide Märkte in aller Regel mit *höherer Volatilität* zu kämpfen haben.

Zweitens könnte die Zentralbank nach Meinung der beiden Autoren die größere Freiheit unter der Tobin-Steuer dazu nutzen, gegen die *Hedge Funds* zu spekulieren und damit deren Gewinne reduzieren oder gar verunmöglichen. Dieses Argument halte ich für noch weniger schlüssig, sogar für abenteuerlich. Größere „Freiheit der Zentralbank“ bedeutet in erster Linie die Möglichkeit, sich auf binnenwirtschaftliche Ziele zu konzentrieren und den Wechselkurs vernachlässigen zu können. Je abstinenter sich eine Zentralbank verhält, desto besser für die Stabilität ihrer Waise. Auch hat sich gezeigt (u.a. am Beispiel der Bank of England im Jahre 1992), dass Zentralbanken gegen spekulative *Hedge Funds* machtlos sein können, weil ein wichtiges Instrument, das *Hedge Funds* regelmäßig als Teil ihrer Strategie einsetzen, in den Händen der Zentralbank problematisch wird: eine die Operationen verstärkende Hebelwirkung durch Verschuldung.

Ich fürchte, dass Zentralbanken, die sich auf Gegenspekulation einlassen, über kurz oder lang den Wechselkurs von seinem intrinsischen Wert wegtreiben, dabei immer stärker in die Abhängigkeit von Außenverschuldung geraten und schließlich unter dem Druck des Marktes ohnehin aufgeben müssen. Die empirische Evidenz stützt diese These leider nur zu oft (siehe auch Anhang 3).

Ich verstehe unter „Freiheit der Zentralbank“ in erster Linie die Möglichkeit zur Abstinenz von fremdbestimmten Aktivitäten auf den Devisenmärkten—keineswegs die problematische „Freiheit zur Gegenspekulation“. Nur wenn sich Zentralbanken im Devisengeschäft neutral verhalten, kann vermieden werden, dass die Tobin-Steuer auf sie selbst überwälzt wird, was dem tatsächlichen Ziel der Steuer zuwider liefe.

► **Wer trägt die Steuer?** Aus den vorstehenden Ausführungen dürfte klar geworden sein, dass Großhändler die Steuer wahrscheinlich zu einem erheblichen Teil auf die Endkunden abwälzen werden (um ihre Profitabilität zu sichern). Wie bereits erwähnt, wird dadurch die Steuer auf den gesamten Markt mit einer Hebelwirkung versehen. Da der Endkundenbereich nur einen Anteil von 13,3 Prozent am Gesamtvolumen ausmacht, werden aus einem Basispunkt Gesamtbelastung bei voller Überwälzung rasch 7,5 Basispunkte für die Endnachfrager (siehe Seite 43). Freilich ist offen, in welchem Ausmaß die Überwälzung auch gelingt.

► Am einfachsten ist die Überwälzung im Einzelhandelsgeschäft. Hier ist die Nachfrage relativ

unelastisch und lokal begrenzt, was gewisse Monopolrenten erlaubt.

- ▶ Die Überwälzung bei Investoren ist bei Klein- und Mittelbetrieben leichter als bei multinationalen Firmen, die gegenüber den Devisenhändlern aufgrund von höheren Umsätze eine stärkere Position einnehmen. Ggf. besteht für multinationale Firmen sogar die Möglichkeit, eine eigene Devisenabteilung zu unterhalten, was den Konkurrenzdruck erhöht.
- ▶ Auch die institutionellen Portfolioinvestoren unterscheiden sich im Hinblick auf die Übernahme von Steuerlast:

So nehmen etwa die *Versicherungsunternehmen* eine sehr langfristige Perspektive ein und orientieren sich dabei stark an institutionellen Regeln hinsichtlich der Zusammensetzung ihres Portfolios (etwa den erwähnten „gatekeepers“). Auch ist ihre Umsatztätigkeit im Verhältnis zum Bestand des Portfolios vergleichsweise geringer als bei anderen Portfolioinvestoren, etwa Investmentfonds. Dadurch sind Versicherer auch eher in der Lage, die Steuer zu tragen.

Demgegenüber verfolgen Investmentfonds eine sehr viel kürzerfristige Strategie, weil ihre relativen Erfolge laufend an bestimmten Indizes gemessen wird. Bleibt ein Institut hinter der durchschnittlichen Entwicklung der Branche zurück, so riskiert es eine Zunahme von Auszahlungen, d.h. diese Institute müssen permanent solvent sein. Dadurch konzentrieren sie sich auf Papiere, die nur kurzzeitig zu Marktfavoriten hochsteigen,

und sie sind zu häufigem Wechsel ihrer Portfoliozusammensetzung bereit. Dies bedeutet auch den häufigen Wechsel zwischen Währungen.

Wird nun der Wechsel von Papieren unterschiedlicher Währungen stärker belastet als der Handel mit Papieren eines einheitlichen Währungsgebiets, so wird sich die Geschäftspolitik auf letzteren konzentrieren und den Wechsel von Währungen möglichst vermeiden. Damit gelingt auch die Überwälzung der Steuer auf diese Anlegergruppe weniger leicht als auf längerfristige Anleger—wie die Versicherungsunternehmen.

Aber auch innerhalb der Investmentfondsbranche wird es erhebliche Unterschiede geben. So werden sich Fonds, die sich auf Papiere der Industrieländer spezialisiert haben, kaum Probleme haben, ihre Strategie zu ändern, weil innerhalb dieser Währungsgebiete tiefe und liquide Wertpapiermärkte existieren, die den Wechsel von Währungen weniger dringlich machen. Das gilt für Fonds, die sich auf Papier der Entwicklungs- und Schwellenländer spezialisiert haben, in geringerem Maße.

▶ **Welches Aufkommen würde eine PFTT erbringen?** Nach den Ausführungen dieser Studie dürfte klar geworden sein, dass jeglicher Versuch einer Schätzung des Aufkommens der PFTT mit erheblichen Risiken verbunden ist. So ist zum einen der Prozess der Konsolidierung des internationalen Devisenhandels noch nicht abgeschlossen. Und es sind weitere strukturelle

Veränderungen im Markt zu erwarten (etwa das *continuous link settlement*). Auch ist unklar, an welcher Stelle die Steuer ansetzen soll, am Desk oder beim Zahlungsvorgang. Und es gibt Risiken bei der Erfassung von Nettostellungsverfahren (*in house* und *bilateral*). Auch die Probleme der Erfassung von Devisenmarkttransaktionen von Produktionsbetrieben schafft Unsicherheiten hinsichtlich der Bemessungsgrundlage.

Des Weiteren ist alles andere als klar, mit welchen Reaktionen der unterschiedlichen Marktteilnehmer auf die Einführung der Steuer zu rechnen ist. Diese hängen u.a. von der Höhe des Steuersatzes, der Definition der Bemessungsgrundlage und der Dosierung des Tarifs bei Einführung der Steuer ab.

Wie ich an anderer Stelle ausgeführt habe, plädiere ich für einen sehr geringen Steuersatz etwa von einem halben bis einem Basispunkt auf beide Seiten des Devisengeschäfts, wenn ein „Bein“ im Euro-Raum über TARGET abgerechnet wird.⁴

Eine grobe Schätzung auf der Basis der Angaben der BIZ ist in Tabelle 7 wieder gegeben. Diese dürfte hinsichtlich der Steuerbasis zu klein ausfallen, insofern Devisentransaktionen von Produktionsunternehmen noch nicht einbezogen sind.

⁴⁴ Ich habe an anderer Stelle argumentiert, dass sich auch die Schweiz dem Erhebungsverfahren anschließen müsste. Dies bedeutet allerdings nicht notwendig die Einbeziehung des Schweizer Franken in die Steuerpflicht, sofern dieser gegen andere Währungen als Euro getauscht wird. Das ist nicht unproblematisch, da der Franken dann als Euro-Substitut eine größere Rolle als bisher einnehmen könnte. Das Gleiche gilt für das Pfund Sterling. Ich habe in den nachfolgenden Berechnungen trotzdem nur auf Transaktionen abgestellt, deren „eines Bein“ in Euro fakturiert.

Auch ist zu erwarten, dass die Steuerbasis längerfristig wieder zunimmt, nachdem der Konsolidierungsprozess in der Finanzwirtschaft abgeschlossen sein wird.

Auf der anderen Seite dürfte strittig sein, ob die vorgenommenen Korrekturen die Reaktionen der Marktteilnehmer auch nur annäherungsweise richtig wiedergeben. Schließlich fehlen uns Angaben über die Preiselastizität des Devisenumsatzes insgesamt und erst recht für seine Teilssegmente. Zudem ist offen, ob die Steuerbasis hinsichtlich möglicher Schlupflöcher verlässlich ist.

Insgesamt könnte eine PFTT mit einem Steuersatz von einem Basispunkt nach meiner Einschätzung ein Jahresaufkommen von 16,6 Mrd. Euro ergeben. Dabei ist unterstellt, dass die Steuer bei den Händlern an beiden Enden gezahlt werden muss. Dies ergibt für den Großhandelsbereich eine Steuer von 2 Basispunkten. Folgt man der von Kenen vorgeschlagenen Methode, wonach ein einheitlicher Satz von 2 Basispunkten für *alle* Transaktionen gelte und die Händler jeweils die Hälfte zu tragen hätten, so ergibt sich ein jährliches Steueraufkommen von 20,8 Mrd. Euro. Dabei ist jeweils nur der Teil berücksichtigt, dessen eines „Bein“ in Euro abgewickelt wird. Weder das Pfund Sterling noch der Schweizer Franken als wichtige europäische Währungen sind hier mit einbezogen.

► Zusammenfassung. Die Einführung einer PFTT wird sehr unterschiedliche Reaktionen verschiedener Akteure an den Devisenmärkten nach sich ziehen.

Generell ist zu erwarten, dass sich das Handelsvolumen reduzieren

wird und sich Handelsspannen ausweiten. Bei einem moderaten Satz von einem Basispunkt lägen die Margen noch immer deutlich unter den Margen, die noch vor wenigen Jahren im Liquiditätshandel üblich waren. Trotzdem stellt sich die Frage, wer diese Zusatzkosten übernehmen wird.

Am stärksten von der Steuer betroffen ist wohl der Arbitragehandel, allerdings wird hier die Steuer wegen der geringen Margen in erheblichem Maß weiter gegeben, d.h. letztlich wird die Steuer auch vom Produktionssektor und den Haushalten (privaten wie öffentlichen) zu tragen sein. In welchem Ausmaß die geschehen wird, ist offen.

Die eigentlichen Spekulanten am Markt, etwa die *Hedge Funds*, werden von der Steuer relativ geringer belastet, da sie mit erheblich grö-

ßeren Margen operieren als der Liquiditätshandel.

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

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. Dabei sind Transaktionen nicht berücksichtigt, die das britische Pfund und den Schweizer Franken als Gegenpart haben.

Tabelle 7: Grobe Schätzung des Aufkommens einer PFTT

Tageswerte <i>(bis auf die letzten drei Zeilen)</i>	Insgesamt in Mrd. US-\$	Euro-leg in Mrd. US-\$	Aufkommen in Mill. US-\$
Umsatz zu 2001 US-Dollar insgesamt	1.210,0		
Minus Schätzungen der BIZ	-36,0		
Ausgangsbasis	1.174,0	440,0	
Nichtbesteuerete Instrumente	-20,0		
Kontraktion des Handels	-173,1		
Besteuerbarer Umsatz (insgesamt)	980,9	367,6	58,34
Händler-Händler Transaktionen	575,7	215,8	43,15
Mit anderen Finanzinstituten	274,9	103,0	10,30
Mit Nicht-Finanzinstituten	130,3	48,9	4,89
Jahresbetrag in Mill. US-Dollar		91.907,2	14.585
Jahresbetrag in Mill. Euro	(Steuersatz 1 Basispunkt)		16.573
Jahresbetrag (alternativ)	(Steuersatz 2 Basispunkte bei hälftigem Satz für Großhändler)		20.800