

SWP-Studie

Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale
Politik und Sicherheit

Heribert Dieter

Chancen und Effekte der Besteuerung von Finanzmarkt- transaktionen

S 24
September 2010
Berlin

Alle Rechte vorbehalten.

Abdruck oder vergleichbare Verwendung von Arbeiten der Stiftung Wissenschaft und Politik ist auch in Auszügen nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung gestattet.

SWP-Studien unterliegen einem Begutachtungsverfahren durch Fachkolleginnen und -kollegen und durch die Institutsleitung (*peer review*). Sie geben ausschließlich die persönliche Auffassung der Autoren und Autorinnen wieder.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2010

SWP

Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für
Internationale Politik und
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6372

Inhalt

- 5 **Problemstellung und Empfehlungen**
- 7 **Einleitung: Warum den Finanzsektor gezielt besteuern?**
- 9 **Arten der Besteuerung des Finanzsektors**
- 9 Abgaben des Bankensektors
- 10 Besteuerung von Devisentransaktionen
- 13 **Effekte einer Finanzmarkttransaktionssteuer**
- 13 Wirkungsweise einer FTS
- 14 Chancen einer FTS
- 16 Vermeintliche Risiken einer FTS
- 18 Reduzierung der Größe des Finanzsektors
- 18 Folgen für einkommensschwache Bürger
- 20 **Einnahmen aus einer Finanzmarkttransaktionssteuer**
- 22 **Aspekte der Implementierung**
- 22 Widerstände aus dem Finanzsektor
- 22 Umgehungsmöglichkeiten und Derivate
- 23 Ist die weltweite Einführung unverzichtbar?
- 25 Devisentransaktionsbesteuerung zum Schutz der Schrittmacherguppe?
- 28 **Schlussfolgerungen**
- 29 Abkürzungsverzeichnis

*PD Dr. Heribert Dieter ist wissenschaftlicher Mitarbeiter der
SWP-Forschungsgruppe Globale Fragen.*

Chancen und Effekte der Besteuerung von Finanzmarkttransaktionen

Wenig kontrollierte und gering besteuerte Finanzmärkte haben in den letzten Jahrzehnten für zahlreiche Finanzkrisen innerhalb und außerhalb der OECD gesorgt. Die letzte schwere Krise hat – nach Einschätzung der verantwortlichen Politiker – das internationale Finanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs geführt. Berücksichtigt man den fiskalischen Aufwand zur Rettung des Finanzsystems und die indirekte Belastung durch den Rückgang der Bruttoinlandsprodukte, so war allein die jüngste Krise für die Volkswirtschaften mit Kosten verbunden, die der weltweiten Wirtschaftsleistung eines ganzen Jahres entsprechen. Einzelne Länder, etwa Großbritannien, Irland und die Schweiz, standen wegen ihrer Rettungsaktionen kurz vor der Zahlungsunfähigkeit. Sogar vergleichsweise solide wirtschaftende Staaten wären vermutlich nicht in der Lage, eine weitere große Krise zu meistern.

Während der vergangenen Jahrzehnte sind die Finanzsektoren in OECD-Ländern enorm gewachsen. In Großbritannien etwa betragen die Aktiva des Finanzsektors ein Jahrhundert lang rund 50 Prozent der Wirtschaftsleistung, bevor sie sich dann von den 1970er Jahren an auf über 500 Prozent verzehnfachten. In den USA stieg der Anteil der Finanzwirtschaft am BIP von knapp 3 Prozent in den 1960er Jahren auf 8 Prozent im letzten Jahrzehnt. Derartig aufgeblähte Finanzsektoren haben nicht mehr in erster Linie eine dienende Funktion zur Finanzierung von Investitionen und Konsum, sondern nutzen vor allem den Finanzmarktakteuren selbst. Gewiss ist Großbritannien ein extremes Beispiel, aber dieser Fall zeigt sehr deutlich den Irrweg auf, der auch anderswo beschritten wurde. Die Londoner City hat den Briten eine Wohlstandsillusion vermittelt, und es wird das Land in den nächsten Jahren erhebliche Anstrengungen kosten, seinen Finanzsektor auf eine nachhaltige Größe zurückzuführen. Prinzipiell vergleichbar ist die Lage in anderen Volkswirtschaften, einschließlich der deutschen – wenn auch mit dem gravierenden Unterschied, dass hierzulande die verarbeitende Industrie, anders als in den USA und Großbritannien, nicht vernachlässigt worden ist.

Anerkannte ordnungspolitische Prinzipien durchzusetzen ist eine Aufgabe der Fiskalpolitik in allen

OECD-Ländern. Dabei geht es nicht mehr nur um die von Amerika ausgelöste Krise der Jahre 2007–2009, sondern auch um die hausgemachten Probleme europäischer Länder. In Deutschland und anderen nördlichen EU-Staaten haben die im Frühjahr 2010 beschlossenen Rettungspakete für Griechenland und dessen Gläubiger scharfe Reaktionen hervorgerufen. Kritisiert wurde dabei nicht nur die sorglose, vermutlich sogar verantwortungslose Fiskalpolitik der griechischen Regierung, sondern auch die mangelnde Bereitschaft des Finanzsektors, Haftung für eingegangene Risiken zu übernehmen. Einmal mehr wurden mit den vereinbarten Rettungsschirmen nicht nur Schuldner vor dem Bankrott, sondern auch Gläubiger vor Verlusten geschützt. In Marktwirtschaften ist ein solches Verfahren inakzeptabel. Dass der Staat Risiken privater Akteure übernimmt, ist nur in wenigen, eng zu definierenden Ausnahmefällen hinzunehmen.

Eine aus ordnungspolitischer Sicht angemessene Antwort auf die von gering regulierten Finanzmärkten herbeigeführten Krisen besteht darin, Finanztransaktionen zu besteuern. Das Verursacherprinzip gebietet, dass diejenigen, die für Verwerfungen und Übertreibungen an den Finanzmärkten gesorgt haben, die Kosten zur Überwindung der Krise tragen. Zugleich müssen Instrumente entwickelt werden, mit denen man verhindern kann, dass sich das Glücksspiel der Vergangenheit wiederholt. Diese Studie kommt zu dem Ergebnis, dass es fiskalpolitisch geboten und technisch möglich ist, eine Finanzmarkttransaktionssteuer mit einem niedrigen Satz von 0,01 Prozent des Wertes der Transaktion einzuführen. Erhoben werden sollte diese Steuer auf sämtliche Finanzmarkttransaktionen, d.h. den Handel mit Aktien, Anleihen, Währungen und Derivaten.

Ein solcher Schritt hätte vor allem zwei Effekte. Erstens würde die Größe des Finanzsektors schrumpfen, und einige Fehlentwicklungen der letzten Jahre könnten beseitigt werden. Zweitens ließen sich bei einer weltweiten Erhebung Steuereinnahmen von bis zu 250 Milliarden Dollar pro Jahr generieren, selbst wenn der Satz nur 0,01 Prozent beträgt und die Handelsaktivitäten durch die Steuer – wunschgemäß – stark reduziert werden. Darüber hinaus wäre es denkbar, dass eine Koalition gleichgesinnter Staaten eine Devisentransaktionssteuer, auch bekannt als Tobin-Steuer, zum Satz von 1 Prozent vereinbart, falls die globale Einführung einer Finanzmarkttransaktionssteuer scheitern sollte. Auf dieser zweiten Ebene einer Besteuerung von grenzüberschreitendem

Kapitalverkehr wäre das Ziel nicht die Stabilisierung von Wechselkursen, sondern eine mäßige Beschränkung internationaler Kapitalströme.

Einleitung: Warum den Finanzsektor gezielt besteuern?

Die Finanzkrise, die im Jahr 2007 die Weltwirtschaft erfasste, hat zu neuem Interesse an Steuern für den Finanzsektor geführt. Bedenkt man, wie sich politische Entscheidungsträger im In- und Ausland noch vor 2007 äußerten, ist dies eine überraschende Entwicklung. Viele Jahre lang haben Politiker gerade in OECD-Staaten alle Forderungen nach spezifischen Steuern für den Finanzsektor – etwa in Form einer Devisentransaktionssteuer – zurückgewiesen. Entsprechende Vorschläge von Bürgerinitiativen, etwa Attac, wurden in Deutschland und anderen europäischen Ländern abgelehnt. Zum einen, so war zu hören, hätten diese Steuern erhebliche Nebeneffekte, zum anderen gefährdeten sie die Attraktivität der europäischen Finanzplätze.¹ Für den eingetretenen Meinungswandel sind mehrere Faktoren verantwortlich.

Erstens haben politische Entscheidungsträger inzwischen die dunkle Seite der Finanzmarktglobalisierung kennengelernt, nämlich die negativen Auswirkungen eines Marktverhaltens, das sich an schnellen Gewinnen orientiert, ohne gesellschaftliche und wirtschaftliche Konsequenzen zu berücksichtigen. Viele Politiker in Deutschland und anderen OECD-Ländern hatten sich auf die Selbstregulierungskräfte der Finanzmärkte verlassen. Dieses Vertrauen existiert nicht mehr im gleichen Maße. Daher gibt es heute eine breitere Unterstützung für Maßnahmen, die sowohl speziell den Finanzsektor betreffen als auch zur Vermeidung weiterer schwerwiegender Finanzkrisen beitragen. Zunehmend wird wahrgenommen, dass unregulierte und kaum besteuerte Finanzintermediäre für gesellschaftlich schädliche Exzesse verantwortlich sind.

Zweitens sehen sich die OECD-Staaten in diesem Jahrzehnt mit einer unerwartet raschen Verschlechterung ihrer Haushaltslagen konfrontiert.² Selbst ohne

staatliche Hilfsmaßnahmen hätte die Finanzkrise zu höheren Etatdefiziten geführt. Doch sowohl in den USA als auch in der Europäischen Union schnürte die Politik gigantische Rettungspakete, die dazu beitrugen, einen Zusammenbruch der internationalen Finanzmärkte zu verhindern. Dazu gehört auch das im April 2010 beschlossene Rettungspaket für Griechenland, das bis Ende 2012 Athen direkte Unterstützung gewährt. Unabhängig davon, ob die vereinbarten Maßnahmen erfolgreich sein werden, suchen die Finanzminister der OECD-Staaten mit Hochdruck nach neuen Einnahmequellen. Dabei ziehen sie auch eine Besteuerung von Finanzmarkttransaktionen in Betracht.

Drittens hat die Finanzindustrie deutlich gezeigt, dass sie ohne scharfe Regulierungen außer Kontrolle gerät. Im Jahr 2007 überstieg das Volumen der Finanzmarkttransaktionen das weltweite BIP etwa um den Faktor 74. Nur 17 Jahre vorher, 1990, war dieses Verhältnis mit einem Faktor von 15 noch sehr viel geringer ausgefallen.³ Handelsexzesse der Finanzmärkte werden primär durch Spekulation verursacht.⁴ Die Besteuerung ist ein Weg, um wieder Vernunft in das Handeln auf diesen Märkten zu bringen. Viertens erwarten politische Entscheidungsträger und zivilgesellschaftliche Akteure von Finanzmarktsteuern eine »doppelte Dividende« – damit sollen sowohl Einnahmen erzielt als auch unerwünschte Aktivitäten auf den Finanzmärkten verhindert werden.

In der vorliegenden Studie werden zunächst die Optionen analysiert, die der Politik zur Verfügung stehen. Das Hauptargument lautet, dass Steuern, welche die Attraktivität gewisser Vorgehensweisen innerhalb des Finanzsektors reduzieren, fiskalisch sinnvoll und technisch möglich sind. Konkret wird vorgeschlagen, Steuern auf zwei Ebenen einzuführen.

¹ Das Bundesfinanzministerium hat 2002 in einer Stellungnahme ausführlich seine Bedenken gegen eine Tobin-Steuer dargestellt. Betont wurde der Gedanke, dass jedwede Beschränkung des Kapitalverkehrs den effizienten Einsatz von Ressourcen behindere. Bundesministerium der Finanzen, »Finanzmarktcrisis – Ursachen und Lösungsmöglichkeiten«, in: *Monatsbericht*, 4/2002, S. 47–65.

² Deutsche Bank Research, *Public Debt in 2020. A Sustainability*

Analysis for Developed Markets and Emerging Economies, Frankfurt a.M. 2010, <www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000255134.pdf>.

³ Stephan Schulmeister, »Der Boom der Finanzderivate und seine Folgen«, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, 59 (2009) 26, S. 6–14 (8).

⁴ Ders., *A General Financial Transaction Tax: A Short Cut of the Pros, the Cons and a Proposal*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2009 (Working Papers 344), S. 1–16 (3).

Ideal wäre eine weltweit erhobene Steuer auf alle Arten von Finanzmarkttransaktionen. Notwendig erscheint zumindest eine Umsetzung an den wichtigsten Finanzplätzen Amerikas, Asiens und Europas. Sollte dafür kein globaler Konsens erreichbar sein, könnten gleichgesinnte Staaten zusätzlich – nicht alternativ – eine Steuer auf grenzüberschreitende Transaktionen einführen, wie sie 1978 von dem amerikanischen Ökonomen James Tobin vorgeschlagen wurde.⁵ Die hier empfohlene Zielsetzung weicht von Tobins Motiven jedoch ab. Während dieser Wechselkursschwankungen verringern wollte, wäre der heutige Zweck einer Besteuerung, das Volumen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs zu reduzieren.

Finanzmarkttransaktionen zu besteuern wäre eine ergänzende Maßnahme und kein Ersatz für andere Regulierungsansätze, etwa eine Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen an Banken oder das Verbot bestimmter Transaktionen. Allein durch eine Transaktionssteuer wird es nicht möglich sein, die Komplexität der Finanzmärkte zu reduzieren, unkalkulierbare Risiken für den Staatshaushalt abzubauen und den volkswirtschaftlichen Nutzen einzelner Transaktionen zu überprüfen. Gleichwohl kann eine solche Steuer als Baustein eines umfassenderen Reformansatzes dienen.

⁵ James Tobin, »A Proposal for International Monetary Reform«, in: *Eastern Economic Journal*, 4 (Juli/Oktober 1978) 3/4, S. 153–159.

Arten der Besteuerung des Finanzsektors

Gegenwärtig werden verschiedene Möglichkeiten zur Besteuerung des Finanzsektors diskutiert. Neben der in Deutschland und Frankreich erwogenen Steuer auf Finanzmarkttransaktionen sind auch andere Varianten im Gespräch. US-Präsident Barack Obama hat Anfang des Jahres eine von Großbanken zu erbringende Abgabe vorgeschlagen. In Schweden wird bereits eine ähnliche Abgabe erhoben.

Abgaben des Bankensektors

In einigen OECD-Ländern wird intensiv darüber diskutiert, Abgaben auf die Aktivitäten von Banken zu erheben. Schweden hat als erstes Land eine solche Besteuerung eingeführt. Beim schwedischen Modell einer »Stabilitätsabgabe« werden nicht Transaktionen besteuert, sondern die Verbindlichkeiten der Institutionen. Die Abgabe beträgt 0,036 Prozent der Passiva und wird von allen in Schweden tätigen Banken erhoben, einschließlich der Niederlassungen ausländischer Banken. Dabei fließen die Einnahmen nicht in den allgemeinen Staatshaushalt, sondern in einen speziell eingerichteten Fonds, auf den bei zukünftigen Krisen zurückgegriffen werden soll. Bis zur Einführung einer risikobereinigten Abgabe, die für das Jahr 2011 geplant ist, bleibt der Satz auf die Hälfte reduziert. Sogar bei dieser Höhe erwartet die schwedische Regierung Einnahmen von 250 Millionen Euro allein für das Jahr 2009. Ziel ist nicht, die Aktivitäten des Finanzsektors dauerhaft zu verringern. Vielmehr möchte die Regierung die Besteuerung wieder aufheben, sobald der Fonds ein Volumen von 2,5 Prozent des BIP erreicht hat.⁶

Einen anderen Ansatz verfolgt die US-Regierung, die im Januar 2010 eine »Financial Crisis Responsibility Fee« (FCR) vorgeschlagen hat. Im Gegensatz zum schwedischen Modell soll die amerikanische Abgabe Einnahmen für den allgemeinen Staatshaushalt hervorbringen – vor allem um jene Summen zu ersetzen, welche für die Rettungspakete der Jahre 2007 und

2008 ausgegeben wurden.⁷ Während die Abgabe in Schweden von allen Institutionen geleistet werden muss, soll die amerikanische Variante nur größere Finanzintermediäre treffen. Damit will man auch das Risiko unterstreichen, das diese Akteure für die Stabilität des Finanzsystems darstellen. Die Abgabe soll bei Banken mit konsolidierten Vermögenswerten von mehr als 50 Milliarden Dollar eingefordert werden und sich auf 0,15 Prozent der jeweiligen Passiva belaufen. Wie in Schweden will man die Abgabe nicht zeitlich unbeschränkt erheben, sondern nur für eine Dauer von etwa zehn Jahren.⁸

Würde EU-weit die schwedische Variante der Abgabe eingezogen, so wären jährliche Einnahmen in Höhe von ungefähr 11 Milliarden Euro zu erwarten, während die höhere US-Abgabe ca. 50 Milliarden Euro hervorbrächte (Zahlen des Jahres 2009).⁹ In den Vereinigten Staaten selbst würde die FCR nach Schätzungen zu einem jährlichen Einkommensstrom von 9 Milliarden Dollar führen. Allerdings sind diese Abgaben nicht dem Ziel dienlich, den Finanzsektor langfristig zu verkleinern und zu stabilisieren. Sie besteuern im Wesentlichen Gewinne, bieten jedoch keinen Anreiz, riskantes Verhalten zu vermeiden. Zudem verschonen sie kleinere Akteure, die in der Vergangenheit große Risiken eingegangen sind, zum Beispiel Hedgefonds.

Der IWF hat, dem Auftrag des G20-Gipfels in Pittsburgh von September 2009 folgend, zwei verschiedene Steuerarten für den Finanzsektor vorgeschlagen. Die erste Möglichkeit ist eine »Financial Activities Tax« (FAT), zu erheben auf die Summe der Gewinne und Gehälter von Finanzinstitutionen. Steuerbasis wären dabei »Gewinne über einer ›normalen‹ Höhe und hohe

⁷ International Monetary Fund, *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector. Interim Report for the G-20*, Washington, D.C., April 2010, S. 1–57 (6).

⁸ US Department of the Treasury, »Fact Sheet Financial Crisis Responsibility Fee«, <www.ustreas.gov/press/releases/tg506.htm>. Allerdings enthielt Obamas Vorschlag die Option, den Erhebungszeitraum zu verlängern.

⁹ European Commission, *Innovative Financing at the Global Level* [wie Fn. 6], S. 18.

⁶ European Commission, *Innovative Financing at the Global Level*, Brüssel, April 2010 (Commission Staff Working Document 409), S. 1–60 (17).

Gehälter«. ¹⁰ Der zweite Vorschlag ist eine »Financial Stability Contribution« (FSC), im Wesentlichen eine Steuer für Banken und andere Finanzinstitutionen, die den oben beschriebenen schwedischen und amerikanischen Varianten ähnelt. Allerdings können beide Modelle – trotz ihrer eindrucksvollen Bezeichnungen – nicht überzeugen. Insbesondere die FAT ist ein schwammiges Konzept, das sehr viele Definitionen erfordern würde, bevor es umgesetzt werden könnte. Zunächst bleibt unklar, was eine »normale« Höhe für Gewinne und Gehälter ist. Theoretisch kann man sich ein Steuerregime vorstellen, das Gewinne und Gehälter oberhalb festzulegender Schwellenwerte mit hohen Steuern belastet. In der Praxis wird ein solcher Ansatz aber nur dann umsetzbar sein, wenn Staaten grenzüberschreitende Kapitalströme strikt regulieren – was zum jetzigen Zeitpunkt unwahrscheinlich erscheint. Sollten sich die USA etwa dazu entschließen, Goldman Sachs samt Personal stark zu besteuern, könnte das Unternehmen seinen Sitz umgehend nach Singapur verlagern, dessen Regierung sich gegenwärtig ohnehin aktiv darum bemüht, global tätige Investmentbanken in dem kleinen Inselstaat anzusiedeln. Mehr als jedes andere Instrument erfordert die FAT also eine globale Anwendung.

Die Deutsche Bank hat sich im April 2010 dafür ausgesprochen, eine Bankenabgabe zu erheben. Der Vorschlag zielt auf die EU-weite Schaffung eines Stabilisierungsfonds, mit dem das Krisenmanagement künftig verbessert werden soll. Anders als bei Obamas Vorstoß geht es hier nicht darum, die Kosten der letzten Krise zu bewältigen. Das Volumen für den Stabilisierungsfonds, das der Deutschen Bank sinnvoll erscheint, beläuft sich auf 120 bis 150 Milliarden Euro für die gesamte EU und auf 40 bis 60 Milliarden Euro allein für Deutschland. ¹¹

Das Bundeskabinett hat am 25. August 2010 einschlägige Beschlüsse vom März des Jahres präzisiert und die Erhebung einer einfach konzipierten Bankenabgabe beschlossen. Die dadurch erzielten Einnahmen sollen einem Fonds zufließen, der zur Bewältigung künftiger Krisen gedacht ist und von der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) verwaltet werden soll. ¹² Wie die schwedische und die ameri-

kanische Variante wird aber auch eine solche Bankenabgabe die problematischsten Finanzaktivitäten nicht reduzieren. Sie soll vor allem einen Ausgleich für die Kosten der staatlichen Rettungsmaßnahmen liefern. Bei keinem dieser Modelle wird der Finanzsektor strukturell stabilisiert.

Besteuerung von Devisentransaktionen

Die Idee, durch Besteuerung zur Stabilität von Finanzmärkten beizutragen, stammt im Kern von John Maynard Keynes. In seinem Hauptwerk von 1936, der »General Theory of Employment, Interest and Money«, argumentierte er, dass eine Transaktionssteuer das Gewicht langfristiger Aspekte in der Preisbildung von Aktien stärken könnte. Ohne eine solche Steuer würden Aktienmärkte übermäßig von kurzfristig wirkenden Informationen und weniger von wirtschaftlichen Fundamentaldaten beeinflusst. ¹³

In den 1970er Jahren wurde erneut über Transaktionssteuern diskutiert. Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Regimes, das durch feste Wechselkurse und Beschränkungen von Kapitalströmen gekennzeichnet war, empfahl der US-Ökonom James Tobin eine geringe Steuer auf grenzüberschreitende Finanztransaktionen. Tobin zielte weder auf neue Einkommensquellen noch auf Anreize für den Finanzsektor, sich weniger risikofreudig zu verhalten. Er war vielmehr besorgt über die Volatilität der Wechselkurse nach dem Ende von Bretton Woods. ¹⁴

Tobin argumentierte, nicht die Wahl des Wechselkursregimes stelle das Kernproblem dar, sondern die »internationale Mobilität privaten Finanzkapitals«. ¹⁵ Obwohl er seine Überlegungen bereits vor mehr als 30 Jahren anstellte, sind sie heute so aktuell wie damals. Tobin wies darauf hin, dass die Fähigkeit von Regierungen, eine eigenständige Geld- und Fiskalpolitik zu verfolgen, durch die Mobilität des Finanz-

beschließt Restrukturierungsgesetz«, <www.bundesfinanzministerium.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2010/08/20100825__PM32.html>.

¹³ Barry Eichengreen/James Tobin/Charles Wyploz, »Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance«, in: *The Economic Journal*, 105 (Januar 1995) 428, S. 162–172 (165).

¹⁴ »Clearly, flexible rates have not been the panacea which their more extravagant advocates had hoped; international monetary problems have not disappeared from headlines or from the agenda of anxieties of central banks and governments.« Tobin, »A Proposal for International Monetary Reform« [wie Fn. 5], S. 153.

¹⁵ Ebd.

¹⁰ International Monetary Fund, *A Fair and Substantial Contribution* [wie Fn. 7], S. 20.

¹¹ Bernhard Speyer, *The Case for a Financial Sector Stabilisation Fund*, Frankfurt a.M.: Deutsche Bank Research, 6.4.2010 (EU Monitor 73).

¹² Bundesministerium der Finanzen, »Systemische Risiken im Finanzsektor wirksam begrenzen – Bundesregierung

kapitals stark eingeschränkt werde. Zudem hätten Wetten auf Veränderungen der Wechselkurse häufig schwere Folgen für die Realwirtschaft. Gegenüber diesen Zwängen sei eine nationale Wirtschaftspolitik relativ machtlos.¹⁶

Tobin schlug vor, eine einprozentige Steuer – später als Tobin-Steuer bezeichnet – auf alle Kassageschäfte von einer Währung in eine andere zu erheben.¹⁷ Der Ökonom unterstrich, dass die Steuer kurzfristige Transaktionen am stärksten treffen und langfristige nur mäßig beeinflussen würde, egal ob es um ausländische Direkt- oder Portfolioinvestitionen gehe. Tobin war nicht davon überzeugt, dass die Preissignale, die Devisenmärkte setzen, diejenigen Impulse sind, die Märkte zu ihren tatsächlichen komparativen Vorteilen und Kapital zur effizientesten internationalen Allokation führen. Deshalb forderte er, etwas Sand in das gut geölte Getriebe zu werfen.¹⁸ Dabei hatte Tobin eine globale Steuer im Sinn. Nicht nationale Haushalte, sondern der IWF und die Weltbank sollten von den Einnahmen profitieren.¹⁹ Obwohl Tobin eine globale Anwendung der Steuer ins Auge fasste, schlug er vor, dass Staatengruppen wie etwa die Europäische Gemeinschaft die Möglichkeit haben sollten, Transaktionen innerhalb ihrer Region von der Steuer auszunehmen.²⁰

Heute könnten Devisentransaktionssteuern einen sinnvollen Beitrag dazu leisten, das Volumen von Transaktionen zwischen nationalen Finanzmärkten zu reduzieren. Sogenannte globale Ungleichgewichte waren nach Ansicht vieler Beobachter mitverantwortlich für die aktuelle Krise. Kapitalimporte in die USA, nach Island, Spanien, Ungarn, Großbritannien und Griechenland – um nur die wichtigsten Fälle zu nen-

nen – haben wesentlich zur Entstehung von Preisblasen auf den dortigen Immobilien- und Finanzmärkten beigetragen und eine verspätete Anpassung begünstigt.²¹

30 Jahre nach Tobins Plädoyer für eine Dämpfung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs haben die aktuellen Krisen erneut Anlass gegeben, über den Nutzen von internationalen Geldströmen nachzudenken. Aus heutiger Sicht ist deutlich zu erkennen, welche Effekte ein unregulierter Kapitalverkehr hat. Anhaltend hohe Zuflüsse erlauben es den importierenden Staaten, über längere Zeiträume eine nicht nachhaltige Wirtschaftspolitik zu verfolgen. Länder, die sich im Ausland verschuldeten, haben häufig einen Konsumrausch produziert, der nicht ewig andauern konnte. In allen heutigen Krisenländern einschließlich der USA haben Kapitalimporte die notwendigen Anpassungen privater und staatlicher Akteure verzögert und das Ausmaß der Krise vergrößert. Mit anderen Worten: Ohne ausländisches Kapital wären die Übertreibungen in Reykjavik und Athen, Madrid und Dallas geringer ausgefallen.

Natürlich sind die Gefahren von Kapitalimporten weniger groß, wenn mit der Außenverschuldung Investitionen finanziert werden. In den letzten Jahren war dies jedoch eher die Ausnahme als die Regel. Ausländisches Kapital war reichlich und zu günstigen Konditionen verfügbar, und dies verstärkte die Vermögenspreisblasen auf nationalen Märkten. Zu fragen ist etwa, wie sich der amerikanische Immobilienmarkt ohne ausländisches Kapital entwickelt hätte. Ohne die hohen Kapitalzuflüsse aus Asien, dem Nahen Osten und Deutschland wäre die US-Wirtschaft gezwungen gewesen, den Erwerb von Immobilien mit inländischen Ersparnissen zu finanzieren. Da diese sehr gering waren, hätte die Immobilienblase entweder gar nicht erst entstehen können oder wäre sehr viel kleiner ausgefallen. Zudem hätten sich die Auswirkungen des Crashes auf die USA konzentriert; deutschen Banken wären Abschreibungen in Milliardenhöhe erspart geblieben.

Kritiker könnten an dieser Stelle einwenden, es sei wohlfeil, nach Ausbruch einer Krise auf Möglichkeiten zu ihrer Vermeidung hinzuweisen. Allerdings handelt es sich beim grenzüberschreitenden Kapitalverkehr nicht um ein Phänomen, das nur zu den aktuellen

¹⁶ »Specifically, the mobility of financial capital limits viable differences among national interest rates and thus severely restricts the ability of central banks and governments to pursue monetary and fiscal policies appropriate to their internal economies. Likewise speculation on exchange rates ... [has] serious and frequently painful real internal economic consequences. Domestic policies are relatively powerless to escape them or offset them.« Ebd., S. 154.

¹⁷ Ebd., S. 155.

¹⁸ Ebd., S. 158. Wie es in seinem Buch heißt, bezweifelte Tobin, dass »the price signals these unanchored markets give are signals that will guide economies to their true comparative advantage, capital to its efficient international allocation, and governments to correct macroeconomic models. That is why I think we should throw some sand into the well-greased wheels.«

¹⁹ Ebd., S. 159.

²⁰ Tobins Vorschlag stammt aus der Zeit vor Einführung des Euro.

²¹ Vgl. hierzu die detaillierte Studie von Anton Brender/ Florence Pisani, *Global Imbalances and the Collapse of Globalised Finance*, Brüssel: Centre for European Policy Studies, 2010, <www.ceps.eu/book/global-imbances-and-collapse-globalised-finance>.

Problemen beigetragen hat. Betrachtet man die acht Jahrhunderte umfassende Geschichte von Finanzkrisen, so zeigt sich, dass die Wahrscheinlichkeit entsprechender Störungen bei hohen Kapitalimporten («capital flow bonanzas») deutlich zunimmt.²²

Das Volumen grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs ist in der Dekade vor der Subprimekrise stark angestiegen. Der hierbei zu beachtende Indikator ist das sogenannte globale Leistungsbilanzungleichgewicht.²³ Von 1970 bis 1997, dem Jahr der Finanzkrise in Asien, lag der entsprechende Wert bei 1 Prozent der weltweiten Wirtschaftsleistung. Danach verdreifachte sich das Ungleichgewicht bis 2007 auf ca. 3 Prozent des globalen BIP.²⁴ Sowohl Leistungsbilanzdefizite (im Falle der USA und anderer Kapitalimporteure) als auch Überschüsse (bei China, Japan, Deutschland und weiteren Kapitalexporteuren) stiegen dramatisch. Kapitalströme waren zwar nicht die Hauptursache der aktuellen Krise. Doch sie haben signifikant zu den Preissteigerungen auf den Immobilienmärkten der USA, Spaniens sowie anderer Länder beigetragen und aus nationalen Turbulenzen eine internationale Finanzkrise gemacht.

Globalisierte Finanzmärkte haben also schwerwiegende Nebenwirkungen, die den gesellschaftlichen Wohlstand mindern. Sie sorgen für eine unerwünschte und gefährliche Vernetzung der nationalen Finanzsektoren, und im Gegensatz zum Warenhandel beschränken sich die Wohlfahrtseffekte internationaler Finanzmärkte auf eine kleine Minderheit von Akteuren.²⁵ Anders als ausländische Direktinvestitionen und auch ausländische Kredite mit langer Laufzeit tragen kurzfristige Kreditflüsse nicht zur Armutsreduzierung bei. Volatile Kapitalströme bringen keinen großen volkswirtschaftlichen Nutzen, sondern sind

gefährlich. Vor diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll und angemessen, Maßnahmen zur Reduzierung von Kapitalströmen – insbesondere solchen mit kurzfristigem, spekulativem Charakter – zu ergreifen. Details einer möglichen Besteuerung des Kapitalverkehrs werden im Kapitel »Aspekte der Implementierung« (S. 22– 27) diskutiert.

²² Carmen M. Reinhart/Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009, S. 157.

²³ Definitiv ist der Wert der Weltzahlungsbilanz null, weil sich Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse ausgleichen. Der hier verwendete Indikator ist die hälftige Summe der Überschüsse und Defizite aller 181 Mitgliedsländer des IWF; vgl. Brender/Pisani, *Global Imbalances* [wie Fn. 21], S. 23.

²⁴ Ebd., S. 24.

²⁵ Über die Auswirkungen des internationalen Warenhandels wird zwar nach wie vor intensiv diskutiert, doch empirische Untersuchungen legen nahe, dass er Millionen Menschen dazu verholfen hat, ihre Armut zu überwinden. Zur Debatte über den Nutzen internationalen Handels vgl. den Bericht der Warwick-Kommission, *The Multilateral Trade Regime: Which Way Forward?*, Report of the Warwick Commission, Coventry 2007, S. 1–74 (13ff), <www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/archive/worldtrade/report>.

Effekte einer Finanzmarkttransaktionssteuer

Während Devisentransaktionssteuern auf eine spezifische Form von Transaktionen zielen, nämlich solche zwischen verschiedenen Währungen, differenziert das neuere und breitere Konzept einer Finanzmarkttransaktionssteuer (FTS) nicht nach unterschiedlichen Arten von Übertragungen. Vielmehr würde eine FTS auf alle Transaktionen erhoben werden, also auf Kauf und Verkauf von Aktien, Anleihen, Schuldverschreibungen und Derivaten.²⁶

Wirkungsweise einer FTS

In einem Arbeitsdokument für die G20-Finanzminister hat sich der Internationale Währungsfonds im April 2010 verhalten optimistisch zu den Perspektiven einer FTS gezeigt. Insbesondere wies er die Annahme zurück, diese Steuer sei administrativ nicht umsetzbar. Viele G20-Staaten besteuern bereits gewisse Finanztransaktionen, zum Beispiel Zahlungen von Girokonten in Argentinien. Andere Länder besteuern bestimmte Transaktionsarten – etwa Großbritannien, das auf den Handel mit im Inland registrierten Aktien die sogenannte Stempelgebühr erhebt. Nach Ansicht des IWF könnte es vergleichsweise einfach und kostengünstig sein, eine breite Palette von an Börsen gehandelten Wertpapieren zu besteuern.²⁷

Zugleich jedoch heißt es in dem Papier, eine umfassende FTS sei nicht gut geeignet, jene Ziele zu erreichen, die im Mandat der G20-Finanzminister von September 2009 beschrieben wurden. Vielmehr macht der Fonds geltend, dass eine FTS

- ▶ nicht der beste Weg sei, um Mittel zu generieren, mit denen sich die Kosten der letzten Finanzkrise decken lassen;
- ▶ nicht auf die Hauptursachen der Instabilität von Finanzmärkten ziele, nämlich institutionelle Größe

und das hohe Maß an Vernetzung zwischen den Marktakteuren;

- ▶ zusätzliche Belastungen für Konsumenten finanzieller Dienstleistungen, d.h. sowohl Unternehmen als auch private Haushalte, verursachen würde.²⁸

Der IWF zieht in seiner Analyse leider die falschen Schlussfolgerungen. Er hat die Besteuerung des Finanzsektors unter einem von der G20 festgelegten Mandat evaluiert, und dies mag zu dem einseitigen Ergebnis beigetragen haben. Dabei ist die Position des Fonds in allen drei Punkten nicht überzeugend.

Erstens stellt der IWF fest, dass eine Transaktionssteuer nicht der optimale Mechanismus sei, um Einnahmen zur Deckung der Krisenkosten zu gewinnen. Selbstredend spiegelt sich darin das Mandat der G20 wider. Hier besteht allerdings ein strukturelles Problem. Die G20-Staaten verstehen die globale Finanzkrise nach wie vor nicht als Ereignis, das die Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte reflektiert, sondern eher als eine Art Unfall, der sich nicht wiederholen wird. Finanzkrisen sind aber ein unvermeidbarer Teil des Kapitalismus. Unabhängig von der – tatsächlichen oder vermeintlichen – Klugheit, mit der man Regulierungsmaßnahmen umsetzt, wird es auch in Zukunft wieder zu Krisen kommen.²⁹

Der amerikanische Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger hat, ebenso wie andere Autoren, stets darauf verwiesen, dass Finanzkrisen häufig auftreten. Sein Werk über »Manias, Panics, and Crashes« (1978) beschreibt sehr genau die dem Finanzkapitalismus innewohnende Tendenz, zwischen Euphorie und Panik zu schwanken.³⁰ In jüngerer Zeit haben Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff ein acht Jahrhunderte umfassendes Standardwerk über Finanzkrisen veröffentlicht, mit dem passenden Titel »Dieses Mal ist

²⁸ Ebd.

²⁹ Versteht man den Aufbau eines aus Bankenabgaben gespeisten Fonds nicht als Maßnahme zur Deckung bisher entstandener Kosten, sondern als Vorsorge für künftige Krisen, ergibt sich ein anderer Sachverhalt. Diese Sichtweise wird zwar von einzelnen G20-Ländern vertreten, nicht aber von der gesamten Gruppe.

³⁰ Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, New York 1978.

²⁶ European Commission, *Innovative Financing at the Global Level* [wie Fn. 6], S. 21; Sandor Richter, *Seeking New Ways of Financing the EU Budget: On the Proposal of a European Tax on Foreign Exchange Transactions*, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche Research Reports, (2008) 345, S. 1–69 (43).

²⁷ International Monetary Fund, *A Fair and Substantial Contribution* [wie Fn. 7], S. 16.

alles anders«. ³¹ Die Erwartung wiederkehrender Krisen ist also keine exotische Position innerhalb der akademischen Debatte. Deshalb erscheint es wichtig, nicht nur über Maßnahmen zur Finanzierung der staatlichen Defizite nachzudenken, sondern auch über Instrumente, die zu vorsichtigeren Operationen auf den Finanzmärkten beitragen. Genau dies leistet eine Transaktionssteuer.

In einem zweiten Punkt macht der Währungsfonds geltend, dass eine FTS nicht auf jene Bereiche ziele, die den Kern der gegenwärtigen Krise ausmachten. Zugleich nimmt er an, die nächste Finanzkrise lasse sich mittels maßgeschneiderter Instrumente verhindern. Im Grunde argumentiert der Fonds wie Generäle, die stets die letzte Schlacht gewinnen. Das Problem hierbei: Die nächste Krise wird sich von der gegenwärtigen unterscheiden. Theoretisch könnten maßgeschneiderte Instrumente sinnvoll sein, um eine exakte Kopie der heutigen Krise zu verhindern. Im Gegensatz dazu ist gerade die breite Erhebungsbasis ein Argument zugunsten der FTS. Diese dient nicht als spezifisch angewandtes Mittel, sondern zielt auf den gesamten aufgeblähten Finanzsektor, dessen Umfang es zu reduzieren gilt.

Am wenigsten überzeugt der dritte Einwand, wonach eine FTS Unternehmen und private Konsumenten nennenswert belasten würde. Bei einem Steuersatz von 0,01 Prozent, wie ihn der österreichische Ökonom Stephan Schulmeister vorgeschlagen hat, würden vor allem diejenigen getroffen, die mit hoher Frequenz Finanzprodukte kaufen und verkaufen. Dies sind weder Unternehmen außerhalb des Finanzsektors noch private Konsumenten. Ein Unternehmen, das Investitionen über langfristige Verschuldung finanziert, wird nicht in messbarer Weise betroffen sein, und auch Firmen, die Anleihen emittieren, berührt eine FTS kaum. Privathaushalte würden die Steuer ebenfalls so gut wie gar nicht zu spüren bekommen (vgl. dazu den Abschnitt »Folgen für einkommensschwache Bürger«, S. 18f).

Chancen einer FTS

Großer Vorteil einer FTS ist ihre enorme Reichweite. Sie beschränkt sich nicht auf einzelne Transaktionen und Institutionen, sondern wird auf sämtliche Übertragungen erhoben. ³² Im Gegensatz zu Bankenabga-

ben würde diese Steuer auch Hedgefonds und andere Nicht-Banken treffen. ³³ Das Hauptargument für eine FTS ist indes, dass sie die Größe des aufgeblähten Finanzsektors verringern würde. Mit ihr ließe sich vor allem der sogenannte technische Handel dämpfen. ³⁴ Sie ist kein Allheilmittel, setzt aber an der richtigen Stelle an. In der gegenwärtigen Reformdebatte wurde bereits von verschiedenen Beobachtern vorgeschlagen, den Umfang des Finanzsektors zu reduzieren. Eine solche Empfehlung gab etwa die Kommission für internationale Finanzmarktreformen, die an der englischen Universität Warwick eingesetzt wurde. »Right-sizing finance« ist nach Einschätzung der Kommission ein Hauptbestandteil des Reformprozesses. Auf diese Weise könne man die Wahrscheinlichkeit zukünftiger schwerer Krisen verringern. ³⁵

Lord Adair Turner, Vorsitzender der Aufsichtsbehörde für Finanzdienstleistungen in Großbritannien, hält es für »besonders hilfreich«, dass die Kommission auf einer Verkleinerung des Finanzsektors beharrt. ³⁶ Schon zuvor hat Turner darauf verwiesen, dass einige Formen des computerbasierten Handels nur »minimalen gesellschaftlichen Nutzen« brächten. ³⁷ Zur gleichen Einschätzung kam auch George Soros, ohne Zweifel einer der erfahrensten Investoren weltweit. ³⁸ Im August 2009 sorgte Turner für Aufregung, als er in einem Interview die Einführung einer Transaktionssteuer befürwortete und diese als »feine, sinnvolle

³³ Der Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbands, Heinrich Haasis, hat die Einführung einer FTS gerade deshalb unterstützt, weil sie nicht einzelne Institutionen diskriminiert. »Nicht mit dem Finger auf die Gläubiger zeigen«, in: *Handelsblatt*, 4.5.2010, S. 35.

³⁴ Schulmeister, *General Financial Transaction Tax* [wie Fn. 4], S. 12.

³⁵ Es wird – wie weiter unten noch zu erörtern ist – allerdings unmöglich sein, Krisen vollständig zu verhindern. Ziel ist vielmehr, Krisen in jenem Ausmaß zu vermeiden, wie es seit 2007 zu erleben war. Vgl. Warwick Commission, *The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unlevel Playing Fields*, Coventry 2009, S. 1–66 (33ff), <www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/report/>.

³⁶ Ebd., S. vii.

³⁷ Vgl. Lucy Tobin, »FSA Chief Attacks Bank Trading with »Minimal Social Value«, in: *The London Evening Standard*, 18.3.2010, <www.thisislondon.co.uk/standard-business/article-23816520-fsa-chief-attacks-bank-trading-with-minimal-social-value.do>.

³⁸ George Soros, »America must face up to the dangers of derivatives«, in: *Financial Times*, 23.4.2010, <www.ft.com/cms/s/0/707ef202-4e3d-11df-b48d-00144feab49a.html>.

³¹ Reinhart/Rogoff, *This Time Is Different* [wie Fn. 22].

³² Schulmeister, *General Financial Transaction Tax* [wie Fn. 4], S. 2.

Einkommensquelle zur Finanzierung globaler öffentlicher Güter« bezeichnete.³⁹

Weitere Wirkung einer FTS wäre, dass der Handel mit Derivaten im Vergleich zu Kassageschäften verteuert würde. Kassageschäfte erfolgen in der Regel mit einem längeren Zeithorizont; daher würden sie nicht so stark von einer FTS getroffen wie der Handel mit bestimmten Derivaten. Eine FTS würde insbesondere sehr kurzfristige, rein spekulative Transaktionen behindern.⁴⁰

Kritiker der Steuer wenden ein, dass es schwierig sei, den angemessenen Umfang des Finanzsektors zu bestimmen.⁴¹ Allerdings wird dessen richtige Größe nicht durch irgendeinen relativen Wert bestimmt, etwa durch das Verhältnis zwischen Finanzsektor und BIP. Die Hauptindikator ist vielmehr funktional: Dient der Finanzbereich den Bedürfnissen einer Volkswirtschaft, oder dient er vor allem sich selbst, ohne in bedeutender Weise zum gesellschaftlichen Wohlstand beizutragen? Dieses Kriterium sollte die Zukunft der Finanzwirtschaft bestimmen. Der Sektor muss demnach signifikant schrumpfen, und das breite Instrument einer FTS könnte helfen, dieses Ziel zu erreichen. Allerdings werden weder eine FTS noch irgendeine andere Maßnahme die Aufgabe allein erledigen können. Notwendig sind weitere regulative Schritte, wie die Vorgabe höherer Eigenkapitalquoten für Banken oder ein Verbot bestimmter Instrumente.⁴²

Interessant sind in diesem Zusammenhang die Positionen eines leitenden Mitarbeiters der Bank von England. Andrew Haldane, seit Anfang 2009 Direktor für »Financial Stability«, hat sich im Sommer 2010 sehr kritisch über den Finanzsektor und dessen Beitrag zur Wohlfahrt einer Volkswirtschaft geäußert. In der jüngeren Geschichte, so sein Urteil, habe der

Finanzsektor vor allem Illusionen produziert.⁴³ Haldane führt eine Reihe von Indikatoren an, welche die Aufblähung des Sektors belegen. Dazu gehört der Anteil der Gewinne von Finanzintermediären an den gesamten Profiten einer Volkswirtschaft. In Großbritannien stieg dieser Anteil, der von 1948 bis 1978 bei 1,5 Prozent gelegen hatte, im Jahr 2008 auf 15 Prozent an.⁴⁴

Diese Steigerung führt Haldane nicht auf ein erfolgreicherer Management, sondern auf die gewachsene Risikobereitschaft der Finanzmarktakteure zurück. Ermöglicht wurden die hohen Gewinne (und Gehälter) demnach nicht durch nachhaltiges Wirtschaften, sondern vielmehr dadurch, dass man das Eigenkapital im Verhältnis zu den Risiken reduzierte, Puffer in Bankbilanzen durch den Wechsel auf zeitnahe Bilanzierung zum Marktwert (mark-to-market) abbaute und spekulative, risikoreiche Derivate einsetzte.⁴⁵ Verschleiert wurden die hohen Unwägbarkeiten und die geringe Wertschöpfung des Finanzsektors durch unangemessene Bilanzierungsmethoden. Darin schlug sich nieder, so Haldane, dass in diesem Sektor die Manager ihre Interessen durchgesetzt hatten – Akteure, die darauf aus waren, eine Fata Morgana als Wunder zu verkaufen.⁴⁶

Betrachtet man die vom Finanzsektor generierten Erträge im Zeitablauf, so fällt zum einen auf, dass sie extrem schwanken. Die 1000 größten Banken der Welt verdienten 2007, im Jahr vor der Finanzkrise, noch etwa 800 Milliarden Dollar, im darauffolgenden dagegen nur noch 100 Milliarden Dollar. Noch wichtiger ist allerdings, die erzielten Gewinne mit staatlichen Stützungsmaßnahmen in Verbindung zu bringen. Die Banken und andere Finanzintermediäre haben vor der Krise nicht nachhaltig Geld verdient. Sie sind vielmehr hohe Wetten eingegangen und haben dies nur deshalb überstanden, weil sie von den Steuerzahlern ihrer jeweiligen Heimatländer gerettet wurden. Es handelte sich bei den Erlösen vor 2008 also um Scheingewinne. Eine Besteuerung von Finanztransaktionen könnte helfen, solches Katzengold in den Bankbilanzen erst gar nicht entstehen zu lassen.

³⁹ Vgl. »How to tame global finance«, in: *Prospect Magazine*, 27.8.2009.

⁴⁰ Schulmeister, *General Financial Transaction Tax* [wie Fn. 4], S. 12.

⁴¹ International Monetary Fund, *A Fair and Substantial Contribution* [wie Fn. 7], S. 17.

⁴² Beispiele für Instrumente, die verboten werden sollten, da sie ausschließlich zu Spekulation führen, sind ungedeckte Kreditausfallversicherungen (Wetten auf Ereignisse, ohne die zugrunde liegenden Vermögenswerte zu besitzen), ungedeckte Leerverkäufe (das Verkaufen eines Vermögenswertes, den der Verkäufer nicht besitzt) oder derivative Produkte, die auf Basis anderer Derivate gebildet werden, wie zum Beispiel die sogenannten »Squared« Collateralized Debt Obligations (CDOs).

⁴³ Andrew Haldane/Simon Brennan/Vasileios Madouros, »What Is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?«, in: *The Future of Finance. And the Theory That Underpins It*, London: London School of Economics (LSE), 2010 (LSE-Report 2010), S. 87–120 (89).

⁴⁴ Ebd., S. 90.

⁴⁵ Ebd., S. 98.

⁴⁶ Ebd., S. 106.

Kritiker einer FTS, darunter auch der Internationale Währungsfonds, behaupten häufig, andere Maßnahmen zur Verringerung kurzfristiger Transaktionen – etwa Regulierungen oder Steuern auf genau festgelegte Transaktionen – seien besser geeignet, die Handelsvolumina zu reduzieren.⁴⁷ Es ist jedoch naiv anzunehmen, dass innovative und gelegentlich auch kriminelle Finanzmarktakteure auf Dauer die staatliche Regulierung nicht überlisten würden. Sollte eine Steuer nur auf bestimmte Transaktionen erhoben werden, ist durchaus damit zu rechnen, dass neue Instrumente nur zu dem Zweck geschaffen werden, Regulierung und Besteuerung zu umgehen.

Einige Ökonomen argumentieren, es bedürfe keiner Besteuerung, um den Finanzsektor zu verringern. Dies ließe sich schon dadurch erreichen, dass grundlegende Prinzipien kapitalistischer Wirtschaftssysteme angewandt würden. Die Rettung vieler Banken und anderer Finanzintermediäre habe zu der Erwartung geführt, dass die Übernahme von Risiken letztlich belohnt werde – sollten Probleme auftreten, kommt der Steuerzahler zu Hilfe. Daher sei es unerlässlich, daran zu erinnern, dass höhere Risiken gelegentlich zu Verlusten führen.⁴⁸ Diese ordnungspolitisch geprägte Argumentation ist grundsätzlich zutreffend, hilft aber gegenwärtig nicht weiter. Die Chance, durch Nicht-Rettung einzelner Banken die Disziplin auf den Finanzmärkten zu stärken, wurde in der letzten Krise vertan. Deshalb bedarf es im Vorfeld der nächsten Krise neuer Instrumente, vor allem einer Transaktionssteuer.

Eine FTS zu erheben wäre vergleichsweise kostengünstig. Zahlen aus Großbritannien, wo die Stempelgebühr auf Transaktionen von Aktien britischer Unternehmen erhoben wird, legen nahe, dass die Kosten ungefähr 0,2 Prozent der erzielten Einnahmen betragen würden. Dies ist deutlich weniger als bei der Erhebung der Einkommensteuer (1,24 Prozent) oder der Körperschaftsteuer (0,76 Prozent) in Großbritannien.⁴⁹

Häufig wird argumentiert, eine Steuererhebung auf Finanzmärkten werde durch deren Komplexität erschwert. Technische Innovation ermögli- che es den

Marktteilnehmern, die Besteuerung zu umgehen. Einer genaueren Überprüfung hält jedoch auch diese Behauptung nicht stand. Vielmehr ist das Gegenteil der Fall. In technischer Hinsicht hat es die Einführung computerbasierten Handels nämlich wesentlich erleichtert, Steuern einzutreiben. Das gilt sowohl für die Abwicklung von Geschäften in Echtzeit (»Real Time Gross Settlement«, RTGS), die auf Ebene nationaler Finanzmärkte umgesetzt wird, als auch für die Schaffung der »Continuous Linked Settlement (CLS)«-Bank, die das Abwicklungsrisiko von Finanztransaktionen trägt.⁵⁰ Daneben kann die »Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication«, besser bekannt als SWIFT, den Steuerbehörden die notwendigen Informationen bereitstellen.⁵¹

Vermeintliche Risiken einer FTS

Ein Haupteinwand gegen alle Arten der Besteuerung finanzieller Transaktionen lautet, sie verringere die Liquidität der Märkte. Dahinter steht das Argument, dass Finanzmärkte nur dann effizient sein könnten, wenn sie liquide seien. Mit anderen Worten: Märkte fänden immer den richtigen Preis für einen Vermögenswert, wenn ihnen erlaubt werde, einen Gleichgewichtspreis zu erreichen. Dies aber würde durch Besteuerung erschwert – neoklassische Ökonomen gehen schließlich davon aus, dass Steuern die Fähigkeit von Märkten verzerren, ein Gleichgewicht zu finden.

Nach dem größten Finanzcrash der Geschichte ist indes zu fragen, ob diese Ökonomen nicht über eine Revision ihres Theoriegebäudes nachdenken sollten. Nobelpreisträger Paul Krugman befand, dass »viele in der Volkswirtschaftslehre der letzten 30 Jahre im besten Fall sinnlos« gewesen sei und »im schlimmsten Fall schweren Schaden« angerichtet habe.⁵² Willem Buiter, ein angesehener britischer Ökonom, spottete gar, dass »das Studium der Volkswirtschaftslehre an amerikanischen und britischen Universitäten eine teure Zeitverschwendung« gewesen sei.⁵³

Eine der grundlegenden Theorien, auf der die Ausbildung von zwei Generationen an Volkswirten

⁴⁷ International Monetary Fund, *A Fair and Substantial Contribution* [wie Fn. 7], S. 17.

⁴⁸ Vgl. z.B. William Buiter's Antwort auf Adair Turner: William Buiter, »Forget Tobin Tax: There Is a Better Way to Curb Finance«, in: *Financial Times*, 2.9.2009, <<http://blogs.ft.com/maverecon/2009/09/forget-tobin-tax-there-is-a-better-way-to-curb-finance/>>.

⁴⁹ European Commission, *Innovative Financing at the Global Level* [wie Fn. 6], S. 25.

⁵⁰ Vgl. die Website der CLS-Bank unter <www.cls-group.com/Pages/default.aspx>.

⁵¹ European Commission, *Innovative Financing at the Global Level* [wie Fn. 6], S. 26.

⁵² Zitiert nach »What went wrong with economics«, in: *The Economist*, 16.7.2009.

⁵³ Ebd.

basierte, war die »Hypothese effizienter Märkte«, die von Eugene Fama (University of Chicago) entwickelt wurde. Im Wesentlichen argumentiert Fama, dass der Preis einer Finanzanlage alle zur Verfügung stehenden Informationen reflektiere, die für ihre Bewertung relevant seien. Vermögenspreisblasen träten per Definition nicht auf, da Märkte alle verfügbaren Daten effizient weiterverarbeiteten. Und um diese Informationen angemessen verarbeiten zu können, müssten Märkte liquide sein.

Will man die Anwendbarkeit einer FTS bewerten, so ist die Auseinandersetzung mit der Hypothese effizienter Märkte von zentraler Bedeutung. Wenn neoklassische Ökonomen behaupten, eine Liquiditätsreduktion habe schädliche Folgen, so basiert dies auf der Annahme, dass die Liquidität nie zu hoch, sondern nur zu niedrig sein könne. Daher ist die Liquiditätsverringerung infolge einer FTS auch nur dann ein Problem, wenn die Hypothese effizienter Märkte stimmt.

Mehr und mehr Ökonomen hinterfragen die Plausibilität des neoklassischen Ansatzes. Richard Thaler, Professor für Volkswirtschaftslehre und »Behavioral Finance« an der Chicago Business School, schreibt etwa: »Wenn wir die vorhergehende Blase des japanischen Immobilienmarktes mitberücksichtigen, hatten wir nun drei enorme Preisverzerrungen in jüngster Zeit. Diese führten zu Fehlallokationen von Ressourcen in Billionenhöhe und bei der letzten Blase zu einem Zusammenbruch des Kreditwesens. Wenn man sich darauf verlassen könnte, dass die Preise für Vermögenswerte immer »richtig« sind, dann wären die Blasen nicht entstanden. Dies war jedoch der Fall, was sollen wir also machen?«⁵⁴

Die Antwort auf Thalers Frage ist einfach: Abschied nehmen von untauglichen Theorien. Einer der heute bekanntesten US-Ökonomen, Robert Shiller, bezeichnete die Hypothese effizienter Märkte als den größten Fehler in der Ideengeschichte seines Fachs.⁵⁵ Aufgrund der monopolistischen Organisation vieler volkswirtschaftlicher Fakultäten waren abweichende Meinungen rar.⁵⁶ Doch angesichts der empirischen Evidenz

der letzten Jahre überzeugt weder die Hypothese effizienter Märkte noch die Forderung nach umfassender Finanzmarktliquidität. Das Konzept ist strukturell fehlerhaft. Daher verlieren auch die Einwände neoklassischer Ökonomen gegen eine Finanzmarkttransaktionssteuer ihre Stichhaltigkeit.

Ein weiteres häufig angeführtes Argument gegen eine solche Steuer lautet, sie würde Unternehmen außerhalb des Finanzsektors in Mitleidenschaft ziehen, da sie höhere Investitionskosten und höhere Kosten des Risikomanagements verursache.⁵⁷ Bei näherer Betrachtung lässt sich auch diese Kritik entkräften. Zunächst wird die Finanzierung von Investitionen durch eine FTS nicht signifikant beeinflusst. Unabhängig davon, ob ein Unternehmen seine Investitionen mit einem konventionellen Bankkredit finanziert (dies betrifft kleinere und mittlere Firmen) oder ob es Schuldverschreibungen herausgibt (größere Unternehmen), werden sich Steuern, die im Grunde vor allem kurzfristige Spekulation treffen, hier nur marginal auswirken. James Tobin meinte, selbst bei einem hohen Steuersatz von 1 Prozent – jenem Wert, den er 1978 für grenzüberschreitende Transaktionen vorschlug – benötige eine Auslandsinvestition nur einen zweiprozentigen Kostenvorteil im Vergleich zur Inlandsinvestition.⁵⁸ Für langfristige Projekte ist eine zweiprozentige Steuer keine signifikante Hürde. Bei einem geringeren Satz, beispielsweise 0,1 Prozent, wären die Folgen für die Attraktivität ausländischer Direktinvestitionen vernachlässigbar.

Allerdings hätte eine Transaktionssteuer deutliche Auswirkungen auf die Märkte von Derivaten – etwa Zins-Swaps, die es Schuldnern ermöglichen, einen bestimmten aktuellen Zinssatz festzuschreiben, selbst wenn der eigentliche Kreditvertrag eine Schwankung der Zinssätze vorsieht. Diese Zins-Swaps stellen heute rund zwei Drittel der Umsätze bei allen im Freiverkehr (over-the-counter) getätigten Geschäften.⁵⁹ Politisch stellt sich die Frage, ob es schwere Rückwirkungen auf die Realwirtschaft hätte, diesen Markt austrocknen zu lassen. Die Antwort lautet nein. Es wäre

⁵⁴ Eigene Übersetzung von Richard Thaler, »Markets Can Be Wrong and the Price Is Not Always Right«, in: *Financial Times*, 5.8.2009, <<http://blogs.ft.com/economistsforum/2009/08/markets-can-be-wrong-and-the-price-is-not-always-right/>>.

⁵⁵ Zitiert nach »Harte Zeit für Ideologen«, in: *Süddeutsche Zeitung*, 20./21.3.2010, S. 38.

⁵⁶ Eine der jüngsten abweichenden Schulen ist »Behavioral Finance«. Sie erkennt an, dass Märkte genauso stark von Psychologie und Trendfaktoren beeinflusst werden wie von wirtschaftlichen Fundamentaldaten.

⁵⁷ European Commission, *Innovative Financing at the Global Level* [wie Fn. 6], S. 24.

⁵⁸ Tobin, »A Proposal for International Monetary Reform« [wie Fn. 5], S. 155.

⁵⁹ Patrick Honohan/Sean Yoder, *Financial Transaction Tax: Panacea, Threat, or Damb Squib?*, Washington, März 2010 (World Bank Policy Research Paper, WPS 5230), S. 21, <www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2010/03/02/000158349_20100302153508/Rendered/PDF/WPS5230.pdf>.

etwas teurer, Derivate zu nutzen, und dadurch würden auch die Kosten zur Finanzierung von Investitionen minimal steigen. Wichtiger ist jedoch, dass die zur Finanzierung von Investitionen verfügbare Kapitalmenge sich nicht verringern würde.

Anhänger eines gering besteuerten Finanzsektors werden argumentieren, eine Besteuerung reduziere Beschäftigungsmöglichkeiten, Gewinne und die Verfügbarkeit von Kapital für Investitionen. Der Finanzsektor spricht dabei jedoch primär für sich selbst und nicht für die gesamte Gesellschaft. Dieser Sektor hat Interessen, einige davon sind legitim, aber unter dem Strich können und sollen die Anliegen der Branche nicht Design und Anwendung von Finanztransaktionssteuern bestimmen. Zugleich ist die Reduzierung von Beschäftigung und Spekulation im Finanzsektor durchaus ein intendierter und sinnvoller Nebeneffekt solcher Steuern.

Reduzierung der Größe des Finanzsektors

Kritiker einer FTS haben nahegelegt, dass das zu erwartende Steueraufkommen sehr begrenzt sein werde, da die Besteuerung, sofern sie eines ihrer Ziele erreiche – unerwünschte Handelsaktivitäten auf dem Finanzsektor zu reduzieren –, weitreichende ökonomische Verhaltensänderungen nach sich ziehen würde.⁶⁰ Letzteres ist richtig. Während man realistischere nicht erwarten darf, eine umfassend erhobene FTS würde entsprechende Aktivitäten, inklusive den Handel mit Derivaten, vollständig beseitigen, ist es genauso unwahrscheinlich, dass das Handelsvolumen gleich oder fast gleich hoch bleiben würde. Dabei sollte man sich aber stets die Hierarchie der Ziele vergegenwärtigen, die mit einer FTS verbunden sind. Das Motiv der Regulierung – d.h. gesellschaftlich unerwünschte Transaktionen zu verhindern – ist wichtiger und genießt höhere Legitimität als das Bestreben, ein bestimmtes Steueraufkommen hervorzubringen. Wenn sich die Anzahl der Transaktionen um 90 Prozent reduzieren ließe, wäre dies aus regulatorischer Perspektive zu befürworten, und es würde dazu beitragen, den Finanzsektor auf eine angemessene Größe zurückzuführen.

Wie bereits erläutert, ist ein Schrumpfen des Finanzsektors einer der Imperative, die sich aus der Krise ergeben. Die Warwick-Kommission hat dieser Frage ein ganzes Kapitel ihres Berichts gewidmet. Andere Beob-

60 Ebd., S. 4.

achter halten es ebenfalls für notwendig, den Finanzsektor zu verkleinern. Der britische Wirtschaftsjournalist Martin Wolf hat sogar gefragt, ob »wir uns unser Finanzsystem leisten können« – und dies verneint. Nachdem er sich jahrelang als entschiedener Befürworter einer liberalen Marktwirtschaft engagiert hat, ist Wolf inzwischen zur Schlussfolgerung gelangt, dass »Radikalismus die sicherere Wahl« sei (»radicalism is the safer option«).⁶¹ Tatsächlich ist die Verkleinerung des Finanzsektors nicht nur eine Frage von Gerechtigkeit und Fiskalpolitik – möglicherweise steht dabei nicht weniger als die Zukunft der kapitalistischen Wirtschaftsordnung auf dem Spiel.⁶²

Folgen für einkommensschwache Bürger

Ein beliebter Einwand gegen die Transaktionssteuer lautet, dass sie ärmere Schichten der Bevölkerung besonders treffen würde. Auch die EU-Kommission argumentiert in einer vom »Handelsblatt« zitierten, noch nicht veröffentlichten Studie, die Steuer würde von Pensionsfonds und Lebensversicherungen auf die Kunden abgewälzt und dabei vor allem mittlere und untere Einkommensgruppen belasten.⁶³

Diese Argumentation hält einer Überprüfung ebenfalls nicht stand. Gerade bei seriösen Kapitalanlagen würde eine niedrige Transaktionssteuer keine ernstzunehmenden Negativeffekte auf den Kapitalertrag haben. Pensionsfonds und Versicherungen, einschließlich Lebensversicherungen, werden von einer eher behäbigen Kundschaft gehalten, die ihre Anlagen vergleichsweise selten umschichtet. Selbst wenn Umschichtungen mit der Frequenz von einer vollständigen Neuanlage pro Jahr erfolgen sollten, wäre der zu erhebende Steuerbetrag auch über einen längeren Anlagezeitraum gering. Ein Beispiel: Bei einem Anlagevolumen von 50 000 Euro und einem Steuer-

61 Martin Wolf, »The Challenge of Halting the Financial Doomsday Machine«, in: *Financial Times*, 21.4.2010, <www.ft.com/cms/s/0/f2e4d4bb0-4caa-11df-9977-00144feab49a.html>.

62 Schon fast vergessene Kritik am Kapitalismus beginnt plötzlich wieder aktuell zu werden. Rudolf Hilferdings Buch »Das Finanzkapital«, veröffentlicht 1910, gehört dazu. Hilferding behauptete darin, die Herausbildung eines Finanzkapitalismus sei die letzte Entwicklungsstufe des Kapitalismus vor seinem Zusammenbruch; Rudolf Hilferding, *Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, unveränderter Nachdruck der ersten Auflage von 1910, Berlin 1947.

63 Vgl. »Brüssel hält nicht viel von der Finanzmarktsteuer«, in: *Handelsblatt*, 31.8.2010, S. 15.

satz von 0,01 Prozent wären – im Falle einer einmaligen Neuanlage pro Jahr – über einen Zeitraum von 20 Jahren insgesamt 100 Euro an Transaktionssteuer zu entrichten. Im gleichen Zeitraum fielen (ohne Berücksichtigung des Zinseszinses) bei einem Zinssatz von 4 Prozent in Deutschland 10 000 Euro an Abgeltungssteuern an. Insofern ist nicht erkennbar, dass eine Transaktionssteuer einkommensschwache Bürger besonders treffen würde.

Im Gegenteil: Die Einführung einer FTS würde sich für Menschen mit niedrigem Einkommen vermutlich positiv auswirken. Falls sich durch einen solchen Schritt der Finanzsektor stabilisieren ließe und künftig keine steuerfinanzierten Rettungsmaßnahmen mehr zu leisten wären, könnten entweder Steuern gesenkt oder Staatsausgaben für nützlichere Zwecke, etwa in der Bildung, getätigt werden. Das bisherige System hat dazu geführt, dass die Lasten der Exzesse auf dem Finanzsektor von jenen mitgetragen werden mussten, die keinen Anteil an den vor der Krise erzielten Profiten hatten.

Für normale Bürger, die heute für die Sünden des Finanzsektors zahlen müssen, sieht die Rechnung also anders aus als für Banker. Die ungenügende Regulierung und Besteuerung des Sektors hat im Ergebnis eine hohe Steuerlast für Bürger bewirkt, die nicht von Boni und extravaganten Gehältern profitierten, jedoch die Kosten für die Rettungspakete tragen mussten. Unter dem Strich ist ein Finanzsektor, der umfassend besteuert wird und deutlich kleiner ist als heute, für den Durchschnittsbürger attraktiver als ein kaum regulierter und nicht besteuertes. Ein näherer Blick auf die jüngste Krise verdeutlicht die Größenordnung: Allein die bisherigen Kosten für die direkte Unterstützung des Finanzsektors werden auf nicht weniger als 2,7 Prozent des jährlichen BIP der G20-Staaten geschätzt – rund 1260 Milliarden Dollar.⁶⁴

Eine FTS könnte außerdem dazu führen, dass spekulative Aktivitäten weniger attraktiv werden. Im Ergebnis würden die Investitionen in der Realwirtschaft steigen und damit für neue Beschäftigungsmöglichkeiten sorgen. Anders gesagt: Bei einem nachhaltig wirtschaftenden Finanzsektor würden die dort zu erzielenden Renditen sinken, und das wiederum ließe die Anreize für Investitionen in der Realwirtschaft wachsen.

⁶⁴ International Monetary Fund, *A Fair and Substantial Contribution* [wie Fn. 7], S. 2.

Einnahmen aus einer Finanzmarkttransaktionssteuer

In den letzten Jahren haben Finanztransaktionen innerhalb und zwischen großen Volkswirtschaften ein erstaunliches Ausmaß angenommen. 2007 meldeten die Staaten, die dem »Committee on Payments and Settlement Systems« (CPSS) Bericht erstatten, Transaktionen in Höhe von 500 Billionen Dollar durch Nicht-Banken und 2500 Billionen Dollar an Interbanken-Zahlungen. Nimmt man beides zusammen, entspricht dies fast dem Hundertfachen des aggregierten BIP der teilnehmenden Länder.⁶⁵ Ein Zehntelprozent dieser Summe wären drei Billionen Dollar, ausgeschrieben 3 000 000 000 000 Dollar, und ein Hundertstelprozent würde ein Steueraufkommen von 300 000 000 000 Dollar, d.h. 300 Milliarden Dollar, ergeben.

Dies sind natürlich unrealistische Zahlen, weil sie voraussetzen, dass die Besteuerung von Transaktionen nicht zu einer Verhaltensänderung der Marktteilnehmer führen würde. Wenn die Transaktionen zwischen den CPSS-Staaten – dies sind nahezu alle großen Volkswirtschaften – um 50 Prozent schrumpfen würden, könnte mit einer Steuer von 0,01 Prozent aber noch immer ein Aufkommen von 150 Milliarden Dollar generiert werden. Dies ist ungefähr doppelt so viel wie die jährlichen Ausgaben der OECD-Staaten für Entwicklungszusammenarbeit. Eine Reduktion der Finanztransaktionen um 90 Prozent würde die Einnahmen auf 30 Milliarden Dollar bei einem Steuersatz von 0,01 Prozent und auf 300 Milliarden Dollar bei einem Satz von 0,1 Prozent verringern. In jedem Fall sind dies signifikante Aufkommenshöhen, auch wenn sie weit entfernt sind von den zum Teil gigantischen Zahlen, die in der aktuellen Debatte kursieren.

Da Transaktionssteuern während der letzten Jahre nicht von der herrschenden Meinung in Volkswirtschaftslehre und Politik unterstützt wurden, gibt es bislang nicht viele Studien zum potentiellen Steueraufkommen. Allerdings hat das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung mehrere Untersuchungen zu Transaktionssteuern durchgeführt. Im Jahr 2006 schätzte es, dass ein Steuersatz von 0,1 Prozent – wenn er umfassend erhoben wird – zu Einnahmen zwischen 0,8 und 2 Prozent des globalen BIP führen

könnte. Das wären zwischen 400 und 1000 Milliarden Dollar jährlich.⁶⁶ Diese Schätzungen basieren jedoch auf dem Nennwert von Transaktionen, und gerade der Handel mit Derivaten würde bei einer Besteuerung in Höhe von 0,1 Prozent vermutlich nicht mehr existieren. Man könnte einwenden, dass ein Ende des Derivatehandels nicht schlecht sein müsste, doch es sollte deutlich sein, mit welchen möglichen Konsequenzen dabei zu rechnen wäre.

Derivate ausgenommen, würden Umsätze und Steuereinnahmen nämlich dramatisch schrumpfen: Das globale Aufkommen läge dann – wiederum bei einem Steuersatz von 0,1 Prozent – zwischen 0,15 und 0,17 Prozent des globalen BIP bzw. zwischen 70 und 80 Milliarden Dollar.⁶⁷ Während diese Summen sehr viel geringer sind als jene Zahlen, die Derivate einschließen, repräsentieren sie nach wie vor Erträge, die ungefähr dem Jahresbudget der OECD-Staaten für Entwicklungszusammenarbeit entsprechen.

Der IWF wiederum hat geschätzt, dass eine globale FTS mit einer breiten Steuerbasis (Aktien, Schuldverschreibungen, Derivate) zu einem Aufkommen in Höhe von 200 Milliarden Dollar führen würde, wenn der Steuersatz einen Basispunkt betragen würde, d.h. ein Hundertstel Prozent (0,01 Prozent).

Auch der österreichische Ökonom Schulmeister hat die Erträge von Transaktionssteuern geschätzt.⁶⁸ Die folgende Tabelle enthält zum einen die von Schulmeister gemachten relativen Angaben (in Prozent des BIP). Zum anderen wurden aus diesen Werten absolute Zahlen errechnet, wobei Daten der Weltbank zum jeweiligen BIP im Jahr 2007 zugrunde gelegt wurden.

In der Tabelle werden zwei verschiedene Steuersätze betrachtet. Der höhere Satz von 0,1 Prozent auf alle Handelsaktivitäten würde zu einem signifikant stärkeren Steueraufkommen führen. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass das Handelsvolumen mit steigendem Steuersatz sinkt. Eine Besteuerung würde einige Handelsaktivitäten sogar ganz verschwinden lassen, was ein willkommener Effekt ist. Aber auch

65 Honohan/Yoder, *Financial Transaction Tax* [wie Fn. 59], S. 18.

66 European Commission, *Innovative Financing at the Global Level* [wie Fn. 6], S. 21.

67 Ebd., S. 22.

68 Schulmeister, »Der Boom der Finanzderivate und seine Folgen« [wie Fn. 3], S. 13.

Tabelle 1
Geschätztes Steueraufkommen bei Besteuerung aller Finanztransaktionen
(einschließlich Kassageschäfte, Derivate und Freiverkehr, Zahlen für das 2007)

| | Deutschland | | Großbritannien | | Europäische Union | | Welt | |
|------------------------------------|-------------|-------|----------------|-------|-------------------|-------|--------|-------|
| Steuersatz in % | 0,1 | 0,01 | 0,1 | 0,01 | 0,1 | 0,01 | 0,1 | 0,01 |
| relatives Aufkommen in % des BIP | | | | | | | | |
| bei geringem Handelsrückgang | 2,397 | 0,59 | 13,612 | 3,542 | 3,321 | 0,838 | 2,412 | 0,601 |
| bei starkem Handelsrückgang | 0,985 | 0,450 | 4,853 | 2,668 | 1,278 | 0,635 | 0,958 | 0,456 |
| absolutes Aufkommen in Mrd. Dollar | | | | | | | | |
| bei geringem Handelsrückgang | 79,5 | 19,5 | 381,5 | 99,3 | 551,4 | 139,1 | 1329,4 | 331,3 |
| bei starkem Handelsrückgang | 32,6 | 14,9 | 136,0 | 74,8 | 212,2 | 105,4 | 528,0 | 251,3 |

der geringere Steuersatz würde zu bedeutenden Einnahmen führen.

Selbst wenn man vom niedrigeren Steuersatz ausgeht und zugleich einen hohen Handelsrückgang unterstellt, würde das jährliche Aufkommen 14,9 Milliarden Dollar in Deutschland, 74,8 Milliarden Dollar in Großbritannien und 105,4 Milliarden Dollar in der gesamten EU betragen. Weltweit wären nach dieser konservativen Berechnung jährliche Einnahmen von mehr als 250 Milliarden Dollar zu erwarten. Angesichts eines so immensen Aufkommens erscheint es angemessen, auf eine höhere Besteuerung von Finanztransaktionen zu verzichten und einen Satz von 0,01 Prozent zu wählen.

Häufig taucht in der Diskussion um Finanzmarktsteuern die Frage auf, ob es sinnvoll sei, die Einnahmen nur für bestimmte, bereits im Vorfeld festgelegte Zwecke zu nutzen. Denkbar wäre etwa, das Steueraufkommen für Maßnahmen im Klimaschutz zu verwenden. Dies mag vernünftig sein, doch wäre es vor dem Hintergrund des hohen Schuldenstandes in OECD-Ländern politisch nicht leicht durchzusetzen. Angesichts künftiger fiskalischer Lasten, die nicht zuletzt durch den demographischen Wandel entstehen werden, erscheint es ebenso sinnvoll, Einnahmen aus einer FTS zum Schuldenabbau einzusetzen.

Prinzipiell wäre es auch denkbar, einen Stabilisierungsfonds für den Finanzsektor aufzubauen. Doch diese Idee wirkt wenig überzeugend. Bei solchen Versicherungssystemen besteht die Gefahr, dass versicherte Institute höhere Risiken eingehen, weil sie um die Auffangfunktion des Stabilisierungsfonds wissen. Vorstellbar wäre, mit entsprechenden Anreizsystemen gegenzusteuern, etwa durch die Vorgabe, dass ein Institut automatisch verstaatlicht wird, wenn

es den Fonds in Anspruch nimmt, oder durch eine persönliche – auch strafrechtliche – Haftung der Vorstände. Allerdings haben solche Vorschläge wenig Aussicht auf Umsetzung. Sinnvoller erscheint es in der Tat, die Einnahmen aus einer FTS dem allgemeinen Staatshaushalt zufließen zu lassen oder für spezifische Zwecke wie den Klimaschutz zu verwenden.

Aspekte der Implementierung

Das Vorhaben, eine umfassende Besteuerung von Finanztransaktionen einzuführen, würde zwangsläufig politische Widerstände hervorrufen. Mit erheblichen Gegenreaktionen wäre allerdings auch in der Finanzwirtschaft selbst zu rechnen. Dieser Aspekt wird im Folgenden behandelt.

Widerstände aus dem Finanzsektor

Es wäre blauäugig zu erwarten, dass der Finanzsektor einer Steuer zustimmt, mit der hohe Renditen und Boni reduziert würden. Insbesondere in den USA hat der Finanzsektor sehr enge Beziehungen zur Politik geknüpft. Berühmt geworden ist die Formel vom »Wall Street Treasury Complex«, mit welcher der indisch-amerikanische Ökonom Jagdish Bhagwati diese Verbindung umschrieben hat.⁶⁹

Selbstverständlich beschränkt sich der Einfluss der Wall Street nicht nur auf Individuen. Simon Johnson, der frühere Chefökonom des Internationalen Währungsfonds, erhebt den Vorwurf, dass die Wall Street das ganze politische System der USA in Geiselschaft genommen habe – er spricht von einem »heimlichen Staatsstreich«.⁷⁰ Seiner Meinung nach stellen die USA die »weltweit am weitesten fortgeschrittene Oligarchie« dar.⁷¹ Johnson unterstreicht, dass der Einfluss der Wall Street zu einer Deregulierung geführt habe, deren Umfang zumindest in der Rückschau sehr überrascht. Zu den Paradigmen, die dabei in der amerikanischen Wirtschaftspolitik verankert worden seien, gehöre das Postulat eines grenzüberschreitend freien Kapitalverkehrs und die Annahme, dass Derivate, inklusive Kreditausfallversicherungen, keiner Regulierung bedürften.⁷²

Johnsons Argumente sind überzeugend, und es ist kaum zu vermuten, dass die Krise das politische Ge-

wicht der Wall Street beseitigt hat. Der Einfluss des Finanzsektors auf die Politikgestaltung darf also nicht unterschätzt werden. Da jede Besteuerung des Sektors die Möglichkeiten der Gewinnerzielung beeinträchtigt, sollten sich die Befürworter einer solchen Maßnahme über die zu erwartenden Widerstände im Klaren sein. Die Netzwerke zwischen Finanzwirtschaft und politischen Entscheidungsträgern sind zwar vor allem im Fall der USA gut dokumentiert, doch gibt es keinen Grund zu glauben, dass die Situation in Europa und in Deutschland strukturell davon abweicht.

Umgehungsmöglichkeiten und Derivate

Während die technische Seite der FTS-Implementierung, d.h. die Steuererhebung, ein relativ anspruchsloser und kosteneffizienter Prozess sein dürfte, stellt sich das Thema Steuervermeidung etwas komplexer dar. Steuervermeidung kann auf zwei verschiedenen Wegen erfolgen. Erstens ist es möglich, dass Geschäfte in Rechtsräume verlagert werden, die keine FTS anwenden. Dieses Phänomen lässt sich entweder ignorieren (wie bereits erläutert), oder man kann ihm mit einer relativ hohen Devisentransaktionssteuer begegnen, wie weiter unten (S. 25ff) noch zu erörtern ist. Das zweite Risiko besteht darin, dass kreative Marktakteure derivative Produkte schaffen, die nicht an Börsen gehandelt und daher von der Steuer auch nicht erfasst werden. Kernproblem sind hier Derivate im Freiverkehr (over-the-counter derivatives). Dabei handelt es sich um unkontrollierte Transaktionen von Derivaten zwischen zwei Parteien. Angesichts der Risiken und Kosten, welche die Finanzsektoren den Gesellschaften auferlegt haben, dürfte ein Verbot von Derivaten im Freiverkehr durchaus angemessen sein.⁷³

Ein solches Verbot ist nicht nur deshalb sinnvoll, weil es eine Voraussetzung bildet, um die FTS anwenden zu können. Unregistrierte Derivate sind sehr in-

⁶⁹ Jagdish Bhagwati, »The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars«, in: *Foreign Affairs*, 77 (Mai/Juni 1998) 3, S. 7–12.

⁷⁰ Simon Johnson, »The Quiet Coup«, in: *The Atlantic*, Mai 2009, <www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/7364/>.

⁷¹ Ebd., S. 4.

⁷² Ebd., S. 6.

⁷³ Das Europäische Parlament hat die Bildung eines zentralen Registers für Transaktionen von Derivaten sowie ein Verbot gewisser risikoreicher Derivate gefordert. »Experten fordern Derivate-Reformen«, in: *Handelsblatt*, 16.3.2010, S. 41.

transparent; sie haben unter anderem zum Zusammenbruch der American International Group (AIG) geführt, die mit 180 Milliarden Dollar an amerikanischen Steuergeldern gerettet werden musste. Der Versicherungskonzern hatte Derivate im Nennwert von zwei Billionen Dollar⁷⁴ ausgegeben, ohne dass diese Geschäfte durch ausreichendes Kapital gedeckt gewesen wären. Konkret ging es darum, dass AIG in diesem gigantischen Umfang Kreditausfallversicherungen (credit default swaps) verkauft hatte – darauf setzend, dass der Versicherungsfall nicht eintreten würde. Als dies doch geschah, war das Unternehmen zahlungsunfähig. AIG hatte also Versicherungen ausgestellt, ohne genügend Kapital zu besitzen. Da es sich um Geschäfte außerhalb der Börsenplätze handelte, wussten weder die Finanzaufsicht noch die Versicherungsnehmer vom Volumen und von der Einseitigkeit des AIG-Engagements. Es muss verhindert werden, dass sich ein solcher Fall wiederholt. Das geeignete Instrument dafür ist, den Handel mit derivativen Produkten zwangsweise an die regulären Börsen zu verlagern.

Viele Derivate werden gegenwärtig schon an der Börse gehandelt. Die ersten Derivate – d.h. Termingeschäfte – entstanden bereits in den 1860er Jahren, als Bauern und Getreidehändler in den USA begannen, sich gegen Schwankungen des Getreidepreises abzusichern. Termingeschäfte waren und sind ein sinnvolles Instrument für Produzenten etwa landwirtschaftlicher Produkte, um Preise schon vor der Ernte zu garantieren. Bis in die 1930er Jahre reicht die Regulierung von Termingeschäften zurück. Diese werden von sogenannten Clearingstellen verwaltet, die als Mittler zwischen Käufern und Verkäufern von Terminverträgen agieren. Die Clearingstelle sorgt dafür, dass beide Parteien ihre Verpflichtungen erfüllen. Insbesondere verlangt sie die Bestellung von Sicherheiten, die gewährleisten, dass die Verträge auch eingehalten werden können.⁷⁵ Wären Kreditausfallversicherungen an der Börse gehandelt worden, hätte AIG nicht zusammenbrechen können, da das Unternehmen substantielle Sicherheiten hätte nachweisen müssen. AIG hätte also nicht spekulieren können, ohne ausreichendes Kapital bereitzustellen, und dem amerikanischen Staat wäre die Zahlung eines dreistelligen Milliardenbetrages erspart geblieben.⁷⁶

⁷⁴ In Ziffern ausgedrückt sind dies 2 000 000 000 000 Dollar.

⁷⁵ Gary Gensler, »The Derivatives Debate: Clearing Houses Are the Answer«, in: *The Wall Street Journal*, 21.4.2010.

⁷⁶ Dabei muss man sich bewusst sein, dass der unregulierte Handel mit derivativen Produkten ein relativ neues Phäno-

Ist die weltweite Einführung unverzichtbar?

In der politischen Debatte über die FTS wird häufig unterstellt, dass es unerlässlich sei, eine solche Steuer gleichzeitig weltweit einzuführen. So konstatiert die Europäische Kommission, eine globale Koordination sei bei den meisten neuen Finanzierungsinstrumenten entscheidend (»global coordination will be essential for most instruments of innovative financing«).⁷⁷ Als Grund wird genannt, dass Kapital ansonsten in andere, niedriger oder gar nicht besteuerte Länder abwandern könnte. Die hohe Mobilität von Kapital mache es notwendig, Steuervermeidung und Steuerhinterziehung durch internationale Kooperation zu verhindern.⁷⁸

Während es vermutlich bei zahlreichen Maßnahmen der Fiskalpolitik hilfreich wäre, wenn sie weltweit in gleicher Weise angewandt würden, ist die Annahme nicht überzeugend, dass nationale oder regionale Transaktionssteuern zwangsläufig scheitern. Dies gilt insbesondere bei einem niedrigen Steuersatz. Wenn eine Volkswirtschaft oder eine Gruppe von Ländern die Transaktionssteuer einführen würde, könnte diese von Marktteilnehmern nicht ohne zusätzliche Kosten umgangen werden. Sollte etwa die EU eine umfassende Transaktionssteuer erheben, könnten Banken und sonstige Marktteilnehmer ihre Aktivitäten zwar in andere Länder verlagern, etwa nach Singapur. Aber für eine ganze Reihe von Finanzmarkttransaktionen ist ein Ortswechsel nach Singapur keine sinnvolle Option. Die meisten Sparer würden vermutlich einer Verschiebung ihrer Einlagen in den südostasiatischen Inselstaat nicht zustimmen und auf nationaler oder regionaler Bankenaufsicht beharren. Gewiss könnten einige komplexe Transaktionen in Steueroasen verlagert werden. Dies muss allerdings kein Nachteil sein – wenn Spekulation und Glücksspiel nach Singapur abwandern, wäre dies erfreulich und stabilitätsfördernd.

men ist. Die ersten Derivate im Freiverkehr wurden im Jahr 1981 entwickelt.

⁷⁷ European Commission, *Innovative Financing at the Global Level* [wie Fn. 6], S. 5.

⁷⁸ Vgl. ebd., S. 14. Ähnlich argumentieren Graham Bird u.a., »International Currency Taxation and Currency Stabilisation in Developing Countries«, in: *The Journal of Development Studies*, 37 (Februar 2001) 3, S. 21–38 (34); Michael Frenkel u.a., »Tobin-Steuer: Neue Vorschläge entkräften nicht alte Einwände«, in: *Wirtschaftsdienst*, 82 (2002) 9, S. 548–554 (550); Eichengreen/Tobin/Wyplosz, »Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance« [wie Fn. 13], S. 165.

Inzwischen ist auch deutlich geworden, dass es bei der Reform der Finanzmärkte nur kosmetische Eingriffe geben wird, wenn man dabei einen globalen Konsens voraussetzt. Selbst innerhalb der G20 besteht keine Einigkeit hinsichtlich der notwendigen Reformen. Die USA haben sich dafür entschieden, ihren Finanzmarkt unilateral zu reformieren. In der Konsequenz stehen die anderen G20-Länder nun vor der Alternative, entweder die amerikanischen Regulierungen zu übernehmen oder eigene, divergierende Reformansätze zu verfolgen. Ob die Gründe für Washingtons Kurs in den 2012 anstehenden US-Wahlen liegen – Obama sieht sich gezwungen, bis dahin Ergebnisse vorzulegen –, oder ob dies eine Rückkehr zum amerikanischen Unilateralismus früherer Epochen ist, spielt dabei aus Sicht anderer G20-Länder keine Rolle.

Nimmt man alle EU-Staaten zusammen, so verfügt Europa über den größten Finanzmarkt der Welt. Die Europäer könnten also eine Besteuerung des Finanzsektors durchsetzen, ohne die eigene Marginalisierung zu riskieren. Selbstredend wenden Kritiker ein, dass eine FTS zu Wettbewerbsverzerrungen und ungleichen Bedingungen für Marktteilnehmer führen würde (»prevent a level playing field«).⁷⁹ Doch auch dieses Argument ist nicht plausibel. Faktisch sind alle Regulierungs- und Besteuerungsmaßnahmen »wettbewerbsverzerrend«. Man sollte bei dieser Diskussion bedenken, dass der Wunsch nach einer weltweiten Vereinheitlichung ursprünglich zu einem Wettlauf bei der Deregulierung von Finanzmärkten führte. Immer niedrigere Standards – in Großbritannien »light touch regulation« genannt – haben dann eine zentrale Rolle bei der Entstehung der Krise gespielt. Einzelne Volkswirtschaften, die sich den Moden der Deregulierung widersetzen, sind besser durch die Krise gekommen – etwa Spanien, das Banken nie die andernorts praktizierte Nutzung außerbilanzieller Finanzierungsinstrumente gestattet und den nationalen Bankensektor vergleichsweise strikt reguliert hatte.⁸⁰

⁷⁹ European Commission, *Innovative Financing at the Global Level* [wie Fn. 6], S. 14.

⁸⁰ Vgl. hierzu beispielsweise die Analyse von Javier Espinoza, »Calm Reigns in Spain«, in: *Forbes*, 13.12.2008, <www.forbes.com/2008/10/13/spanish-banking-bailouts-markets-equity-cx_je_1013markets17.html>, und die Analyse der New York Federal Reserve zum Schattenbankensystem: Tobias Adrian/Hyun Song Shin, »The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation«, in: *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 32 (Juli 2009), <www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr382.pdf>. In Spanien sind die öffentlichen Haushalte und auch Teile des nationalen Bankensystems durchaus in schlechter Verfassung. Gleichwohl hat sich das

Die Warwick-Kommission für Finanzmarktrefor- men hat das Postulat einheitlicher Wettbewerbsbedin- gungen – eine Standardforderung neoklassischer Ökonomen – verworfen, weil dadurch die falschen wirtschaftlichen Anreize gesetzt würden. Die Experten waren sich bewusst, dass es an Ketzerei grenzt, für ungleiche Wettbewerbsbedingungen zu plädieren. Dennoch hat die Kommission eine Abkehr von welt- weit einheitlichen Standards gefordert: »Wir brauchen uneinheitliche Wettbewerbsbedingungen zwischen Finanzmärkten, weil die politischen Reaktionen auf Konjunkturzyklen weniger synchronisiert sind, als es den Anschein hat. Wettbewerbsbedingungen sollten sich voneinander unterscheiden, nicht zuletzt um den jeweiligen Fähigkeiten von Finanzmarktakteuren zur Bewältigung verschiedener Risikoarten zu entspre- chen und um zu gewährleisten, dass Risiken von den- jenigen Akteuren getragen werden, die darauf jeweils spezialisiert sind.«⁸¹ Tatsächlich hat das Paradigma weltweit einheitlicher Wettbewerbsbedingungen zur Entstehung der Finanzkrise beigetragen. Es ist an der Zeit, sich von diesem falschen Leitbild zu verabschie- den.

Unterschiedlichkeit ist für die Stabilität der inter- nationalen Finanzmärkte hilfreicher als Einheitlich- keit. Seit den 1970er Jahren sind vielfach Versuche gescheitert, durch Einführung weltweit gültiger Standards Finanzkrisen zu verhindern. Die Regulie- rungen des Basler Akkords von 1988 zu einheitlichen Eigenkapitalausstattungen international operierender Banken haben die Krisen der letzten 20 Jahren nicht abwenden können. Basel II, die Weiterentwicklung des ersten Akkords, umfasste zwar ein wesentlich komplexeres Regelwerk, legte aber kein Augenmerk auf die 2008 ins Zentrum rückende Versorgung des Finanzsektors mit Liquidität, weil es in früheren Krisen nie zum Zusammenbruch des Interbanken- markts gekommen war. Basel II schrieb für Kredite an Unternehmen ein höheres Eigenkapital vor als für Immobiliendarlehen, die – bis 2007 – als risiko- arm galten. Außerdem wurde nicht untersagt, Kredit- risiken in außerbilanzielle Zweckgesellschaften zu

dortige Bankensystem insgesamt gut gehalten – trotz der ge- waltigen Lasten, die entstanden sind, nachdem die spanische Immobilienpreisblase geplatzt ist. Dies gilt insbesondere im Vergleich zu den deutschen Banken, die auch ohne einheim- sche Preisblase in schwere Turbulenzen geraten sind.

⁸¹ Eigene Übersetzung von Warwick Commission, *The War- wick Commission on International Financial Reform* [wie Fn. 35], S. 8.

verlagern, und wie zu erwarten haben Banken dieses regulatorische Schlupfloch genutzt.

Eine Abkehr vom Ziel weltweit einheitlicher Regulierung bedeutet letztlich, dass die nationale Politik und Finanzaufsicht stärker in die Pflicht genommen wird. Nicht globale Regulierung, sondern die Verankerung einer Art Subsidiaritätsprinzip erscheint nach den Erfahrungen der letzten Jahrzehnte angemessen. Vielfalt kann eine Quelle der Stabilität sein. Würde gleichzeitig der Grundsatz angewandt, dass Banken am Ort ihrer Tätigkeit zu regulieren sind, ließen sich Ansteckungseffekte und andere aus der Liberalisierung des Kapitalverkehrs resultierende Negativeffekte reduzieren.⁸²

Deshalb ist es sinnvoll, über Beschränkungen des Kapitalverkehrs nachzudenken. Allerdings wird es in absehbarer Zeit für solche Maßnahmen keinen globalen Konsens geben. Abgesehen davon, dass die oben umschriebenen Positionen nur eine Minderheitsmeinung in der klassischen Volkswirtschaftslehre wiedergeben, fehlt es vor allem an politischer Unterstützung. Die USA, der weltweit größte Kapitalimporteur, haben keinerlei Interesse daran, den Zufluss an Liquidität zu begrenzen. Für die Vereinigten Staaten würde dies bedeuten, dass Investitionen und Konsum stärker als bisher aus eigener Ersparnis finanziert werden müssten oder höhere Kosten für importiertes Kapital anfielen. Angesichts der anhaltenden Schwäche der amerikanischen Volkswirtschaft dürfte Washington kaum daran gelegen sein, den Anpassungsdruck weiter zu verschärfen.

Doch selbst wenn es einen Konsens über den mangelnden Nutzen grenzüberschreitender Kapitalströme gäbe, wäre eine Reduzierung mit konventionellen Mitteln nur schwer zu erreichen. Administrative Maßnahmen zur Dämpfung von Kapitalströmen gelten als schwer umsetzbar, vor allem über längere Zeiträume. Vermögensbesitzer haben in der Vergangenheit sehr oft Wege gefunden, insbesondere eine Limitierung von Kapitalexporten zu umgehen. Im Gegensatz dazu wäre eine signifikante Devisentransaktionssteuer leichter zu implementieren.

⁸² Vgl. Mark Levinson, »Faulty Basle. Why More Diplomacy Won't Keep the Financial System Safe«, in: *Foreign Affairs*, 89 (Mai/Juni 2010) 3, S. 76–88 (87).

Devisentransaktionsbesteuerung zum Schutz der Schrittmachergruppe?

Der vorige Abschnitt befasste sich mit der Frage, ob Ländergruppen eine Finanzmarkttransaktionssteuer im Alleingang einführen können. Auch ohne zusätzliche Maßnahmen erscheint dies machbar. Gleichwohl ist zu fragen, ob es nicht Optionen zur Flankierung dieser Steuer gibt. Angesichts des erlahmenden Reformeifers der G20, die sich im Jahr 2010 bislang nur darauf verständigen konnte, die Diskussion fortzusetzen, erscheint ein Konsens zur globalen Einführung der Transaktionssteuer in weiter Ferne. Eine universelle FTS wird es vermutlich weder kurz- noch mittelfristig geben.

Insofern wäre die Einführung einer zweiten Besteuerungsebene eine Option zum Schutz der Schrittmachergruppe. Die EU könnte Umgehungsgeschäfte verhindern, indem sie eine relativ hohe Devisentransaktionssteuer erhebt. Damit würden sich die europäischen Staaten ein Instrument schaffen, um sowohl den Im- und Export von Kapital zu reduzieren als auch eine Umgehung der FTS zu unterbinden.

Nach den letzten Krisen erscheint es sinnvoll, über Nutzen und Nachteile der Restriktion von Kapitalströmen zu diskutieren. Lohnenswert ist, die Kehrtwende des IWF in dieser Frage zu betrachten. Nachdem der Fonds jahrzehntelang sowohl die Beschränkung von Kapitalabflüssen (Kapital, welches einen Wirtschaftsraum verlässt) als auch jene von Kapitalzuflüssen (importiertes ausländisches Kapital) kritisiert hatte, vollzog er im Februar 2010 eine bemerkenswerte Volte: Nun befürwortet der IWF unter bestimmten Voraussetzungen eine Begrenzung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs.⁸³

Es ist offensichtlich, dass traditionelle Kapitalverkehrskontrollen schwer umzusetzen sind. Sie erfordern Überwachungsmechanismen und machen es nötig, bestimmte Transaktionen zuzulassen, während andere beschränkt bleiben. Zwar beruhte auch das

⁸³ Jonathan Ostry u.a., *Capital Inflows: The Role of Controls*, 2010, (IMF Staff Position Note SPN/10/04), <www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>. Nach Ansicht des Harvard-Ökonomen Dani Rodrik, der schon seit langem Restriktionen des Kapitalverkehrs anregt, signalisiert es das Ende einer Finanzära, dass der IWF nun für entsprechende Kontrollen plädiert. Rodrik unterstützt die Position des IWF, dass »Steuern und andere Restriktionen von Kapitalzuflüssen einen legitimen Teil des Werkzeugkoffers von Politikern bilden können«; Dani Rodrik, »The End of an Era in Finance«, *Project Syndicate*, 11.3.2010, <www.project-syndicate.org/commentary/rodrik41/English>.

Nachkriegsregime von Bretton Woods auf Kapitalkontrollen – eine Ära, die zu den historischen Phasen mit den höchsten globalen Wachstumsraten gehört. Trotzdem sind die Bedenken plausibel, konventionelle Kapitalkontrollen könnten für die Weltwirtschaft des 21. Jahrhunderts zur Belastung werden. Abhilfe verspricht hier eine neue Interpretation der alten Vorschläge von James Tobin. Während dessen primäres, wenn auch nicht einziges Anliegen die Stabilisierung von Wechselkursen war, würde die Tobin-Steuer des 21. Jahrhunderts als marktkompatibles Instrument genutzt werden, das sowohl Anreize für Überschussländer bietet, Kapitalexporte zu reduzieren, als auch die Bildung von Zonen ermöglicht, die eine FTS erheben.

Um dieses Ziel zu erreichen, müsste man für die Devisentransaktionssteuer eine nennenswerte Höhe festlegen, beispielsweise 1 Prozent der Transaktion. Die Folge wäre eine kräftige, jedoch nicht unüberwindbare Beschränkung von Kapitalströmen.⁸⁴ Die Steuer wäre relativ einfach zu erheben und würde Kapitalströme deutlich reduzieren. Kurzfristige Kapitalflüsse – sogenanntes heißes Geld – würden auf geringe Volumina schrumpfen. Zu vernachlässigen wären dagegen wohl die Auswirkungen auf langfristige Investitionen, sowohl ausländische Direktinvestitionen als auch Portfolioinvestitionen.

Die Besteuerung von Kapitalströmen würde mehreren Zwecken dienen. Erstens würde sie die Bildung von Finanzzonen ermöglichen, in denen eine FTS implementiert wird. Zweitens würde sie Überschussländern (China, Deutschland, Japan, Saudi-Arabien, Russland) einen Anreiz bieten, ihre Überschüsse, die zur aktuellen Krise beigetragen haben, zu reduzieren. Eine Geldanlage im Inland wäre bei einer Besteuerung des Kapitalverkehrs – relativ gesehen – attraktiver als eine Anlage im Ausland. Drittens erhielten Defizitländer einen Anreiz, ihre einheimische Ersparnis zu erhöhen und die Kreditaufnahme im Ausland zu verringern.

⁸⁴ Vgl. Machiko Nissanke, »Revenue Potential of the Tobin Tax for Development Finance: A Critical Appraisal«, in: *New Sources of Development Finance*, Oxford: Oxford University Press, 2003, S. 58–89. Nissanke führt aus, dass zu hohe Sätze risiko-reduzierende Liquidität verringern und internationale Handelstransaktionen sowie langfristige Investitionen dämpfen würden (S. 65). Während das Argument zur Liquiditätsreduktion eine gewisse Plausibilität besitzt, ist die Prognose negativer Auswirkungen auf langfristige Investitionen nicht überzeugend, da die Effekte selbst einer einprozentigen Besteuerung bei mehrjährigen Engagements zu vernachlässigen sind.

Zwar gäbe es erkennbare Auswirkungen auf Handelsströme, doch würde der grenzüberschreitende Warenhandel nicht signifikant beeinflusst werden. Eine einprozentige Steuer auf Devisentransaktionen wäre mit ähnlichen Folgen verbunden wie eine Transportkostenerhöhung aufgrund von Ölpreisstigerungen.⁸⁵ So gesehen hätte eine Devisentransaktionssteuer fast schon positive ökologische Nebeneffekte für den globalen Handel, weil sie – ähnlich wie eine Steigerung von Transportkosten – die Wettbewerbsfähigkeit lokaler und regionaler Produktion im Vergleich zu Anbietern aus anderen Währungsräumen erhöhen würde.⁸⁶

Zudem würde diese Steuer die Auslandsverschuldung im Vergleich zur Schuldenaufnahme im Inland verteuern. In der Vergangenheit gingen hohe Leistungsbilanzdefizite, verursacht durch entsprechende Kapitalzuflüsse, den meisten Finanzkrisen voraus. Alle jüngsten Fälle – Island, Ungarn, Lettland, die USA, Spanien, Großbritannien, Portugal und Griechenland – waren durch hohe, teils sehr hohe Leistungsbilanzdefizite in den Jahren vor der Krise gekennzeichnet.⁸⁷ Eine signifikante Steuer auf Devisentransaktionen würde kapitalimportierenden Ländern einen Anreiz bieten, ihre inländische Sparquote zu erhöhen.

Kritiker dürften einwenden, die Besteuerung von Kapitalströmen in Höhe von 1 Prozent hätte verheerende Folgen. Dabei sollte bedacht werden, dass etwa Brasilien seit Oktober 2009 Kapitalzuflüsse mit einer Kapitalimportsteuer in Höhe von 2 Prozent belegt. Diese steuerpolitische Maßnahme ist nur auf Portfolioinvestitionen gerichtet, d.h. sie schließt ausländische Direktinvestitionen aus und wird nicht auf

⁸⁵ Einer groben Schätzung zufolge hätte die Steuer ähnliche Konsequenzen wie eine Ölpreisstigerung von 10 Dollar pro Barrel. Die Effekte würden allerdings je nach Produktart dramatisch variieren. Im Allgemeinen wären komplexe Produktionsnetzwerke, die auf mehrere Währungsgebiete verteilt sind, am stärksten betroffen, während einige Handelsströme, etwa innerhalb der Eurozone, überhaupt nicht tangiert würden. Richtig ist, dass eine einprozentige Devisentransaktionssteuer den Handel innerhalb eines Währungsraumes gegenüber dem internationalen Handel begünstigen würde.

⁸⁶ Einige Autoren haben die handelsverzerrenden Auswirkungen einer einprozentigen Steuer kritisiert, vgl. etwa Honohan/Yoder, *Financial Transaction Tax* [wie Fn. 59], S. 10.

⁸⁷ Eine bemerkenswerte Ausnahme bildet Australien. Das Land importierte zwar ebenfalls sehr viel Kapital, wies im Vorfeld der Krise jedoch eine sehr niedrige Staatsverschuldung auf (mit 15 Prozent des BIP, der geringsten Höhe im OECD-Raum nach Luxemburg). Nicht zuletzt deshalb hat Australien die globale Wirtschafts- und Finanzkrise besser als alle anderen Industrieländer überstanden.

Kapitalabflüsse erhoben, die schwerer zu kontrollieren sind. Der brasilianische Fall zeigt, dass eine relativ kräftige Steuer auf Kapitalzuflüsse nicht nur theoretisch vorstellbar ist, sondern auch praktisch umgesetzt werden kann. Der Geld- und Fiskalpolitik einer Volkswirtschaft eröffnen sich so neue Handlungsoptionen.⁸⁸

Im August 2010 hat mit Nicolas Sarkozy erstmals ein prominenter europäischer Politiker gefordert, den internationalen Kapitalverkehr zu beschränken. Der französische Präsident stellte fest, dass die Doktrin vom Nutzen eines liberalisierten Kapitalverkehrs gescheitert sei, und sprach sich – ohne konkrete Instrumente zu nennen – für restriktive Maßnahmen im Krisenfall aus. Dabei verwies er insbesondere auf Schwellenländer, die seit 1990 in 42 Fällen den panikartigen Abzug ausländischen Kapitals zu verkraften hatten.⁸⁹ Sarkozys Stellungnahme ist zwar grundsätzlich zu begrüßen; allerdings setzt sein Vorschlag insofern am falschen Ende an, als erst nach Ausbruch einer Krise gehandelt werden soll. Zwar hat es in der Vergangenheit immer wieder Länder gegeben, die inmitten einer Panik erfolgreich den Export von Kapital untersagten, beispielsweise Malaysia im September 1998. Überzeugender sind jedoch präventive Maßnahmen, zu denen die generelle Besteuerung von grenzüberschreitendem Kapitalverkehr ebenso zu rechnen ist wie das von Brasilien angewandte Modell zur Dämpfung von Kapitalzuflüssen.

88 »Brazil regulations: New tax on capital inflows«, in: The Economist Intelligence Unit, *Views Wire*, 21.10.2009, <www.eiu.com/index.asp?layout=VWArticleVW3&article_id=1144926099®ion_id=country=1480000148&refm=vwCtry&page_title=Latest%20analysis&fs=true&rf=0>.

89 Vgl. »Sarkozy: Schranken für den Kapitalverkehr«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 26.8.2010, S. 9.

Schlussfolgerungen

Seit der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs, die mit dem Zusammenbruch des Regimes von Bretton Woods Anfang der 1970er Jahre begann, gab es in Schwellen- und Industrieländern zahlreiche Finanzkrisen, ohne dass dies entscheidende Reformschritte nach sich gezogen hätte. Die jüngsten, von den USA ausgehenden Krisen haben die Notwendigkeit radikaler Schritte einmal mehr unterstrichen. Ein sinnvoller Baustein des Reformprojekts würde darin bestehen, Finanzmarkttransaktionen künftig umfassend zu besteuern.

Politiker in Europa und anderen Teilen der Welt müssen die Risiken eines solchen Schrittes abwägen gegen die Folgen einer anhaltenden Nicht-Besteuerung. Es gibt gute Gründe für die Annahme, dass in Europa sowie außereuropäischen OECD-Ländern politische Unterstützung für eine Besteuerung des Finanzsektors mobilisierbar wäre. Das Motiv ist banal: Fast alle OECD-Länder werden im laufenden Jahrzehnt mit erheblichen Schwierigkeiten in ihren Haushalten zu kämpfen haben.

Selbst wenn sich die Schuldenkrise der Industriestaaten nicht weiter verschärfen sollte, sind die Aussichten besorgniserregend. In den USA wird die staatliche Bruttoverschuldung von 62 Prozent des BIP im Jahr 2007 auf 99,5 Prozent 2011 ansteigen. Der Schuldenstand in Großbritannien hat sich noch dramatischer entwickelt: von 46,9 Prozent des BIP im Jahr 2007 auf 94,1 Prozent 2010. Japans Staatsschulden werden 2011 das atemberaubende Niveau von 204 Prozent des BIP erreichen. Unberücksichtigt sind dabei noch nicht finanzierte Zahlungsverpflichtungen, etwa Pensionslasten. Die Konsequenz lautet: Finanzminister sollten neue Einnahmequellen – und dazu gehören Transaktionssteuern – nutzen, um Wege aus der Verschuldungsfalle zu entwickeln.

Administrativ wäre die Einführung einer Finanzmarkttransaktionssteuer nicht besonders schwer, weil hier neue Technologien, etwa elektronische Handelsplattformen, genutzt werden könnten. Allerdings müsste man einige Vorbedingungen erfüllen. Vor allem wäre der Freiverkehr mit derivativen Produkten zu beenden, weil diese ansonsten zur Steuervermeidung genutzt werden könnten. Sollte es nicht möglich sein, innerhalb der G20 einen Konsens über die Ein-

führung einer FTS zu finden, könnte eine Gruppe gleichgesinnter Staaten prüfen, steuerbasierte Maßnahmen zur Dämpfung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs anzuwenden. Eine Devisentransaktionssteuer in Höhe von 1 Prozent wäre eine sinnvolle Ergänzung zur FTS und würde Umgehungsgeschäfte zuverlässig verhindern.

Jedenfalls wiegen die aus einer Finanzmarkttransaktionssteuer resultierenden Nachteile deutlich weniger schwer als die zu erwartenden Vorteile. Einige ohnehin unerwünschte Geschäfte würden nicht mehr getätigt, und der Finanzsektor könnte Steuereinnahmen generieren, die dazu beitragen würden, sowohl frühere als auch künftige Krisen zu bewältigen.

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|-------|---|
| AIG | American International Group |
| BIP | Bruttoinlandsprodukt |
| CDO | Collateralized Debt Obligations |
| CLS | Continuous Linked Settlement |
| CPSS | Committee on Payments and Settlement Systems |
| CIT | Currency Transaction Tax |
| FAT | Financial Activities Tax |
| FCR | Financial Crisis Responsibility Fee |
| FMSA | Finanzmarktstabilisierungsanstalt |
| FSC | Financial Stability Contribution |
| FTS | Finanzmarkttransaktionssteuer |
| G20 | Gruppe der 20 (Argentinien, Australien, Brasilien, China, Deutschland, EU/Ratspräsident, Frankreich, Großbritannien, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Kanada, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Südkorea, Türkei, USA) |
| IMF | International Monetary Fund |
| IWF | Internationaler Währungsfonds |
| OECD | Organization for Economic Co-operation and Development |
| RTGS | Real Time Gross Settlement |
| SWIFT | Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication |