



Centraal Planbureau

CPB Notitie | 21 december 2011

Evaluatie van de financiële transactiebelasting

*Op verzoek van het ministerie
van Financiën*



CPB Notitie

Aan: De minister van Financiën

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

T (070) 3383 380
I www.cpb.nl

Contactpersoon
Michiel Bijlsma
Marcel Lever
Jürgen Antony
Gijsbert Zwart

Datum: 21 december 2011

Betreft: Evaluatie van de financiële transactiebelasting

1 Inleiding

De minister van Financiën heeft in zijn brief met kenmerk AFEP/U - 2011 - 388 a het CPB gevraagd een analyse te maken van de voor- en nadelen van de invoering van een financiële transactiebelasting (Financial Transaction Tax, FTT). De minister stelt tevens: "Daarbij zou in ieder geval moeten worden gekeken naar de effecten van een FTT zoals deze onlangs is voorgesteld door de Europese Commissie (COM/2011/594)." Toen het verzoek van de minister bij het CPB werd ingediend, heeft het CPB geoordeeld of het aan het verzoek kon voldoen. Aangezien zowel de kennis als de personele capaciteit beschikbaar is, gaan wij graag op het verzoek in.

Voor meer detail en onderbouwing van de antwoorden verwijzen we naar het bijgevoegde Engelstalige achtergronddocument. Wij hebben dit achtergronddocument in het Engels geschreven omdat de discussie over de FTT een EU-brede discussie is, waarbij het belangrijk is dat andere landen kennis kunnen nemen van onze analyse en dat ook buitenlandse wetenschappers onze inzichten kunnen toetsen.

2 Algemene analyse

Een FTT kan in theorie twee doelen dienen: bijdragen aan een stabielere financiële sector en op een efficiënte manier een belasting aan de financiële sector opleggen. Wij zijn er niet van overtuigd dat een FTT zal bijdragen aan een stabielere financiële sector. De belasting richt zich niet op de problemen die aan overmatige risico's in de financiële sector ten grondslag liggen en lost deze ook niet op. Waarschijnlijk zal de belasting high frequency trading door instellingen in de EU onaantrekkelijk maken, maar ook de kosten van verzekering tegen valuta- en renterisico's door ondernemingen, verzekeraars en pensioenfondsen verhogen. Het is onduidelijk wat daarvan de welvaartseffecten zijn.

Daarnaast is een FTT niet de meest efficiënte manier om de financiële sector te belasten. De grondslag van de belasting is zeer elastisch en ontwijkingsstrategieën kunnen leiden tot de opkomst van nieuwe en complexere vormen van financiering. Desondanks zorgt een FTT voor significante inkomsten. Op de korte termijn zullen de bezitters van financiële titels voor die inkomsten opdraaien. Op de lange termijn komen de lasten voornamelijk bij de eindgebruikers (spaarders en bedrijven) terecht in de vorm van bijvoorbeeld

lagere spaarrentes en hogere investeringskosten. Daarbij is de effectieve belasting op aandelen en obligaties per transactie mogelijk hoger dan 0,2% (= 2 x 0,1%, één keer voor de koper en één keer voor de verkoper) als er meerdere tussenpartijen bij een transactie betrokken zijn. Andere vormen van belastingen van de financiële sector, zoals een bankbelasting, een BTW op financiële diensten, of de financial activities tax (FAT) die de commissie voorstelt, zijn minder verstorend omdat dit geen belastingen zijn op de input in het financiële productieproces.

3 Vragen

Hieronder gaan we in op de vragen die de minister in zijn brief aan de orde heeft gesteld.

De Commissie schat een opbrengst voor de EU van € 57 miljard. Onderschrijft het CPB deze schatting van de eerste orde opbrengsten in de EU?

In haar impact assessment noemt de commissie zeer uiteenlopende scenario's voor de opbrengst van een belasting, die variëren van 16 mld tot meer dan 100 mld euro, afhankelijk van de gedane aannames.¹ De 57 mld uit het persbericht betreft één van de scenario's die de commissie bekijkt. De orde van grootte van deze schatting (57 mld euro) die de commissie noemt in haar persbericht komt overeen met enkele van de scenario's die de commissie in document *1_EN_impact_assessment_part12_v2* doorrekent.

Wij achten de aannames die de commissie in haar meer voorzichtige scenario's in de impact assessment maakt in lijn met wat bekend is uit de academische literatuur over de grootte van ontwijkingseffecten, prijselasticiteiten, transactiekosten, en huidige handelsvolumes. Deze literatuur komt uitgebreid aan de orde in het achtergronddocument bij deze notitie. Deze aannames lijken ons realistisch, met de kanttekening dat de gedane schattingen met grote onzekerheid omgeven zijn. Die onzekerheid vloeit voort uit de onzekerheid over de gedragseffecten. Rekening houdend met de mogelijkheid dat het effectieve tarief tussen 0,2 en 0,4% zal liggen als meerdere tussenpartijen bij een transactie betrokken kunnen zijn, is een opbrengst van 57 mld euro zeker denkbaar, maar het kan ook de helft of het dubbele zijn. Hierbij is geen rekening gehouden met uitverdieneffecten.

Hoe beoordeelt het CPB de door de Commissie gedane aannames bij de berekening van de effecten van de FIT?

Realisme van deze aannames komt bij beantwoording voorgaande vraag aan de orde.

Het Impact Assessment van de Commissie schat dat bij de invoering van een FIT van 0,1% de economische groei (BBP) in de EU daalt met tussen de 0,5% en 1,8%. Is dit een reële schatting? En is het aannemelijk dat deze daling structureel is?

Het invoeren van een FIT kan zowel effect hebben op de groeivoet, als op de uiteindelijke hoogte van het bbp. Naar onze inschattingen zal de introductie van een FIT alleen tijdelijk negatieve effecten hebben op de groeivoet. Na een overgangperiode van tijdelijk lagere groei, zal de groeivoet terugkeren naar haar normale niveau. Er resulteert dan wel een structureel effect op de hoogte van het bbp vergeleken met het bbp in afwezigheid van een FIT. We interpreteren de getallen die de commissie noemt als betrekking hebbend op dit verschil.

¹ De commissie stelt in haar assessment: (...) the potential revenues from a broad-base FIT could range between EUR 16.4 billion and slightly over EUR 400 billion in 2010 (or 0.13% and 3.5% of the EU-27 GDP for 2010) depending on the hypotheses chosen for the tax rates, and the magnitude of the evasion and relocation effects (see tables 11a and 11b in Annex 11).'

De commissie noemt een bandbreedte voor het effect van een FTT van 0,5% tot 1,8%. De commissie maakt deze analyse door een experimenteel DSGE-model te gebruiken waarin aangenomen wordt dat bedrijven investeringen volledig financieren via verhandelbare obligaties. Op basis hiervan vindt de commissie dat het bbp zakt met 1,8%. De commissie beargumenteert dat hierop diverse correcties toegepast moeten worden. De belangrijkste zijn (1) exclusie van transacties door bedrijven, (2) een correctie omdat het verdwijnen van high-frequency trading economisch gezien niet schadelijk zou zijn en (3) een correctie omdat bankfinanciering en financiering door winstinhouding niet belast worden. Dit resulteert in een percentage van (afgerond) 0,5%. Het is inderdaad juist dat er een correctie toegepast moet worden, waardoor het resultaat lager zal uitvallen dan 1,8%. Correctie (2) is het meest omstreden. Zonder correctie (2) komt het effect op 0,9% uit.

Daarnaast kunnen we zelf een schatting maken van het totale effect van de FTT op de economie, waarbij we ervan uitgaan dat het belangrijkste effect loopt via hogere investeringskosten voor bedrijven. Hiervoor zijn twee stappen nodig. Ten eerste moeten we een schatting hebben van hoeveel de kapitaallasten van bedrijven zullen stijgen na invoering van een FTT.

Zo'n schatting is met aanzienlijke onzekerheid omgeven omdat allerlei effecten spelen, zoals substitutie door andere financieringsbronnen, elasticiteit van de diverse afnemers van diensten van banken zoals spaarders, aanpassen van gedrag door bijvoorbeeld aandelen minder vaak te verhandelen, en de mogelijkheden om de belasting te ontwijken. Naarmate meer landen meedoen, nemen de mogelijkheden voor ontwijking af. Al deze effecten zorgen ervoor dat de kosten van kapitaal minder hard zullen stijgen. Aan de andere kant kan de werkelijke belasting hoger liggen als voor een enkele transactie tussen bijvoorbeeld twee financiële instellingen de belasting meerdere malen betaald moet worden (het 'watervaleffect').

In onderstaande tabel geven we een schatting van de bandbreedte van deze effecten en de bijbehorende aannames, waarbij we ervan uitgaan dat alle schuld en eigen vermogen onderhevig is aan de belasting. Onder deze aanname zullen de kosten van kapitaal gemiddeld met tussen de 0,15 en de 0,3 procentpunt stijgen.²

	Ondergrens	Bovengrens
Aantal maal belasting per transactie (N)	2	4
Totale effect in procentpunten	0,15	0,3

Ten tweede moeten we deze hogere kapitaallasten vertalen in een effect op het bbp. Hiertoe hebben wij de empirische economische literatuur op een rij gezet die een analyse maakt van (1) het effect van hogere reële kapitaalkosten op de economie, (2) het effect van hogere bid-ask spreads op de beurs op de economie en (3) rentevarianten in een modelstudie van het CPB.³ Op basis van deze studies komen we tot een bandbreedte voor het langetermijneffect op het bbp van -0,4 tot -1,2 procentpunt en een structureel effect op werkloosheid van 0 tot 0,5 procentpunt.⁴ De grote bandbreedte illustreert hoe groot de onzekerheid is.

Hoe staan de effecten van de FTT in Nederland in verhouding tot de effecten van de FTT in de overige lidstaten?

De effecten op de omvang van de financiële sector in Nederland zullen kleiner zijn dan in Groot-Brittannië en Duitsland, waar het grootste deel van de handel in effecten, obligaties en derivaten plaatsvindt. Aan de andere kant is de omvang van de financiële sector in Nederland wel relatief groot (in verhouding tot het bbp). Dat zorgt ervoor dat de Nederlandse financiële sector in verhouding meer zal bijdragen. Via de

² Hierbij is uitgegaan van een omlooptijd voor schuld papier van één jaar, een omlooptijd voor aandelen van drie maanden, een gemiddelde van 50% aan eigen vermogen, en dat 30% van alle investeringen gefinancierd wordt door de uitgifte van verhandelbare aandelen en obligaties.

³ Zie CPB Document 217, tabel 5.2 evenals de studies die in het achtergrond document aan de orde komen.

⁴ Zie het achtergrond document voor meer detail over deze analyse.

Nederlandse pensioenfondsen zal Nederland een relatief grote bijdrage leveren aan de opbrengsten uit de FTT.

Om deze verhouding te kwantificeren schatten we de bijdrage van de financiële sector in een bepaald land (uitgesplitst naar banken, verzekeraars en pensioenfondsen) aan de totale door de commissie verwachte opbrengst uit de FTT.⁵ Onderstaande tabel geeft de verhouding weer van deze bijdrage en het bbp van een land, gerangschikt naar grootte.⁶ Volgens deze schatting draagt de Nederlandse financiële sector dus ongeveer 6,55% totale opbrengsten van de FTT, terwijl het Nederlandse bbp 5,04% bedraagt van de meegenomen landen.

	Banken	Verzekeraars	Pensioenfondsen	Totaal	Bijdrage bbp
België	2,20%	0,46%	0,03%	2,69%	3,01%
Denemarken	1,09%	0,36%	0,13%	1,57%	1,98%
Duitsland	16,13%	2,26%	0,00%	18,39%	20,97%
Estland	0,04%	0,00%	0,00%	0,04%	0,12%
Ierland	2,97%	0,36%	0,15%	3,48%	1,42%
Griekenland	1,00%	0,03%	0,00%	1,03%	2,05%
Spanje	6,74%	0,51%	0,17%	7,42%	9,26%
Frankrijk	15,21%	3,16%	0,00%	18,37%	16,69%
Italië	7,36%	1,11%	0,05%	8,51%	13,49%
Cyprus	0,26%	0,02%	0,00%	0,28%	0,15%
Luxemburg	2,05%	0,24%	0,00%	2,29%	0,33%
Malta	0,10%	0,00%	0,00%	0,10%	0,05%
Nederland	4,39%	0,72%	1,44%	6,55%	5,04%
Oostenrijk	1,90%	0,19%	0,03%	2,12%	2,43%
Polen	0,49%	0,06%	0,08%	0,63%	2,74%
Portugal	1,09%	0,11%	0,04%	1,24%	1,49%
Slovenië	0,10%	0,01%	0,00%	0,12%	0,31%
Slowakije	0,11%	0,01%	0,01%	0,13%	0,56%
Finland	0,93%	0,09%	0,01%	1,04%	1,53%
Zweden	1,48%	0,49%	0,05%	2,02%	2,57%
Groot-Brittannië	16,36%	3,17%	2,46%	21,99%	13,82%

Bron: ECB, OECD, Bank of England, Eurostat

Bereikt de invoering van de voorgestelde FTT deze doelen en is de invoering van de voorgestelde FTT een effectieve manier om die doelen te bereiken?

Het FTT-voorstel van de Commissie kent drie doelen:

1. *Limiting the undesirable market behavior and thereby stabilizing markets;*
2. *Ensuring a contribution of the financial sector to the public finances;*
3. *Avoiding distortions on the internal markets.*

Wat de eerste doelstelling betreft achten wij het niet waarschijnlijk dat de invoering van een FTT de risico's voor het financiële systeem vermindert en daardoor bijdraagt aan een stabielere financiële sector. We geven hier de argumenten die het achtergronddocument meer in detail bespreekt. Systeemrisico wordt veroorzaakt

⁵ Dit doen we aan de hand van de grootte van financiële sectoren. Hierbij nemen we aan dat verzekeraars, banken en pensioenfondsen vergelijkbaar zijn, dat wil zeggen evenveel handelen per miljard bezittingen, en dat het aantal transacties van een financiële instelling recht evenredig is met de hoeveelheid bezittingen. Als pensioenfondsen meer handelen dan banken en grote banken meer dan kleine banken zal de relatieve bijdrage van Nederland nog enigszins stijgen doordat Nederland een relatief grote pensioensector en veel grote banken heeft.

⁶ Niet meegenomen in deze schatting zijn: Bulgarije, Tsjechië, Malta, Letland, Litouwen, Hongarije, en Roemenië.

doordat banken prikkels hebben om teveel risico te nemen, bijvoorbeeld door een hoge 'leverage'. Dit komt doordat banken enerzijds beschermd worden door overheidsgaranties ('too big to fail') en anderzijds omdat vanwege besmettingsgevaar een deel van de risico's die de ene bank neemt bij andere banken terecht komt. Een FTT vermindert deze prikkels niet.

Om het financiële systeem stabiel te maken zijn andere instrumenten dan een FTT beschikbaar, die zich direct richten op de problemen die eraan ten grondslag liggen. Hierbij valt te denken aan regulering in de vorm van een hoger vereist eigen vermogen, minimum liquiditeitseisen, of het inperken van risicovolle activiteiten van banken, maar ook aan het beprijzen van activiteiten die dergelijke risico's creëren, zoals een bankenbelasting die hoger is naarmate een bank meer vreemd vermogen aantrekt.

Een veelgenoemd argument is dat de kans op een schok door een FTT afneemt. Een FTT vermindert dan weliswaar niet de blootstelling aan een schok (het vermindert niet de prikkel om teveel risico te nemen), maar wel de kans dat die schok plaatsvindt doordat de volatiliteit in markten minder wordt en de kans op een luchtbel afneemt. Wetenschappelijk onderzoek dat uitgebreid in bijgevoegd achtergronddocument aan de orde komt, laat zien dat het effect van de belasting op de volatiliteit in financiële markten (een maatstaf voor de kans op een schok) zowel vanuit theoretische als vanuit empirische invalshoek ambigu is. Een andere belangrijke bron van schokken zijn vastgoedluchtbellen die leeglopen. Een FTT zal naar verwachting weinig effect hebben op de kans dat luchtbellen ontstaan. Vastgoedtransacties gaan immers bij uitstek met hoge transactiekosten gepaard.

Wat betreft de tweede doelstelling zal een FTT de bijdrage van de financiële sector aan de publieke financiën vergroten.⁷ Het valt niet met zekerheid te zeggen hoe groot dit bedrag zal zijn. In onze ogen is een FTT niet de meest effectieve manier om een bijdrage aan de publieke financiën vanuit de financiële sector te realiseren. In lijn met de algemene theorie van belastingheffing zou een belasting op de toegevoegde waarde zoals de Financial Activities Tax die de commissie ook voorstelt, of een bankenbelasting zoals die in Nederland wordt ingevoerd, minder verstoring werken. Dit geeft minder verstoring aan de manier waarop de output gerealiseerd wordt.

Wat de derde doelstelling betreft beschikt het CPB niet over de expertise om te beoordelen of de belasting een verstoring van de interne markt voorkomt. Uiteraard is het wel zo dat een uniforme belasting voor de financiële sector minder verstoring werkt op de interne markt dan regelingen die verschillen per land.

Wat zijn de algehele begrotingsgevolgen voor de Nederlandse staat (inclusief inverdien- en uitverdieneffecten)?

Er zijn ten minste twee effecten op de begroting van de introductie van een FTT. Ten eerste zijn er directe effecten doordat de FTT inkomsten oplevert (of de afdracht aan de EU vermindert). Dit effect hangt uiteraard af van de verdeling van inkomsten tussen de EU en de lidstaten. Ten tweede zijn er negatieve effecten vanwege een lager bbp, waardoor de belastingopbrengsten afnemen vanwege lagere lonen, lagere pensioenen en lagere winsten. Ten derde zullen de leenkosten voor de overheid mogelijk toenemen, doordat beleggers een vergoeding willen voor de hogere transactiekosten. Aangezien overheidsobligaties in vergelijking tot aandelen relatief lang aangehouden worden, zal het effect van FTT op de rente beperkt van omvang zijn.

De directe inkomsten uit de belasting kunnen we op verschillende manieren schatten. Een eerste schatting krijgen we door ervan uit te gaan dat de Nederlandse financiële sector 6,5% van de totale opbrengsten zal genereren. Uitgaande van de laagste schatting van de commissie, 16 miljard, en van een effectieve belasting van 0,2 tot 0,4% (als gevolg van het watervaleffect) komen we dan op een bandbreedte van 0,3% tot 0,6% bbp. Uitgaande van de schatting van de commissie zelf van 57 miljard komen we op 0,6% tot 1,2% bbp.

⁷ De kosten van een FTT zullen grotendeels worden doorbelast aan de eindgebruikers, zoals spaarders en investeerders. Dit geldt echter ook voor andere belastingen.

Deze schatting is onzeker, omdat niet duidelijk is hoe groot de watervaleffecten zijn die ontstaan doordat de belasting meerdere malen betaald moet worden om één transactie uit te voeren, en omdat niet duidelijk is hoe gemakkelijk de belasting ontweken kan worden. Het is uiteraard zo dat hoe kleiner/groter de inkomsten voor de overheid zijn, hoe kleiner/groter ook de negatieve gevolgen voor de economie zullen zijn.

Uitgaande van een belastingelasticiteit van 0,55% van het bbp, zorgt een afname van het bbp met 0,4% tot 1,2% voor een afname in belastinginkomsten van 0,2% tot 0,7%.⁸ Als de extra opbrengsten van de FTT gebruikt kunnen worden om de inkomstenbelasting te verlagen, nemen deze uitverdieneffecten af.

Wat zijn de gevolgen voor de Nederlandse economische groei?

Deze vraag is hierboven al aan de orde geweest. We verwachten in Nederland niet een heel ander effect dan in andere EU-landen. Dit ligt uiteraard anders wanneer de FTT door slechts een deel van de EU-landen wordt ingevoerd.

Wat is het effect op de Nederlandse werkgelegenheid en werkloosheid (eerste en tweede orde effecten)?

Het effect op werkloosheid is hierboven al aan de orde geweest.

Wat is de impact van een FTT op de volgende sectoren: Vermogensbeheerindustrie, Derivatenvhandel, Aandelenhandel (Euronext), Banken (liquiditeit en kredietverlening), Bedrijfsleven (treasury van multinationals en MKB)?

We beschikken niet over de benodigde expertise en informatie om de impact van een FTT op deze sectoren te kunnen bepalen, maar het is duidelijk dat de sterke afname van het aantal transacties leidt tot minder werkgelegenheid bij de beurs en bij brokers in Nederland. Voor zover deze activiteiten zich naar het buitenland verplaatsen zal de werkgelegenheid daar toenemen. Daarbij is voor banken van belang om oog te hebben voor stapeling van beleid, doordat ook een bankbelasting is ingevoerd, de reserve-eisen aan banken worden verhoogd, en banken moeten bijdragen aan een fonds voor de depositogaranties.

Hoe groot is het risico dat financiële instellingen en het bedrijfsleven zich verplaatsen, of de financiële transacties in toenemende mate buiten Nederland plaatsvinden?

Dit risico verschilt per sector. Wij achten de kans dat banken en bedrijven zich verplaatsen naar buiten de EU klein. Zij zijn immers sterk aan Nederland gebonden. Voor vermogensbeheer, aandelenhandel en derivatenvhandel ligt dit anders. Financiële instellingen die dit als kernactiviteit hebben, hebben een grotere prikkel om zich naar het buitenland te verplaatsen. De precieze juridische vormgeving van de belasting speelt hierbij een belangrijke rol. Ook zal verplaatsen naar het buitenland gemakkelijker zijn als bijvoorbeeld de FTT niet in het Verenigd Koninkrijk en wel in de rest van de EU wordt ingevoerd.

De kans dat financiële transacties buiten Nederland plaatsvinden, is groter. In welke mate dit echter plaats zal vinden hangt weer sterk af van de vormgeving van de belasting. In de huidige opzet maakt het niet uit waar de transactie plaatsvindt, maar is de vestigingsplaats van (minstens één) van de partijen in de transactie van belang. Wellicht zouden wel portefeuilles van transacties door buiten de EU gevestigde entiteiten kunnen worden uitgevoerd, om deze vervolgens terug te brengen tot een beperkter aantal transacties met in de lidstaten gevestigde instellingen.

⁸ Bij berekeningen van het effect van economische groei op het begrotingstekort wordt gebruik gemaakt van een constante budgetelasticiteit, voor Nederland van 0,55. In werkelijkheid kan de gevoeligheid van met name de belastinginkomsten het ene jaar groter zijn dan het andere jaar (CPB, 2011, Structureel EMU-saldo: veel gebruikt maar veranderlijk, tekstkader in *Macro Economische Verkenning 2012*).

Wat zijn de gevolgen voor het Nederlandse vestigingsklimaat?

De voor- of nadelen van Nederland als vestigingsplaats in vergelijking met andere Europese landen zal niet veranderen, uitgaande van een Europese invoering. Een belasting op financiële transacties maakt het voor ondernemingen die zich bezig houden met financiële transacties, zoals beurzen, brokers, of market makers, minder aantrekkelijk om zich in de EU te vestigen.

Wat zijn de gevolgen voor de regeldruk?

Als gevolg van extra regelgeving neemt de regeldruk toe. Dit is echter wel sterk afhankelijk van de wijze waarop de belastingheffing plaatsvindt. In de UK, bijvoorbeeld, wordt de Stamp Duty voor een groot deel geheven via het elektronische handelsplatform CREST, waardoor de heffing met minimale kosten plaatsvindt. Het bijgevoegde achtergronddocument beschrijft de Stamp Duty in meer detail. Voor over-the-counter (OTC) transacties is dit echter geen optie, zodat de belastingheffing afhankelijk is van de transactie-administratie van de instellingen zelf. Wanneer dergelijke transacties verplicht via een central clearing party lopen, zal belastingheffing voor OTC-transacties eenvoudiger worden.



Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (070) 3383 380

info@cpb.nl | www.cpb.nl

December 2011