

Belasting en financiële stabiliteit

Ruud de Mooij

Belastingstelsels stimuleren vaak schuldfinanciering, zowel bij huishoudens als bedrijven. Dit heeft gevolgen voor de financiële stabiliteit. In dit artikel ga ik in op de ernst van schuldscheefheid en bespreek hoe deze kan worden beperkt. Tevens analyseer ik de rol van specifieke belastingen op de financiële sector

1 Inleiding

Met Coen deel ik de passie voor de rigoureuze theorieën uit de micro-economie; maar ook de nieuwsgierigheid voor het soms ondoorgroendelijke macro. Tijdens zijn bezoek aan Washington in april 2012 spraken we veel over (macro-) fiscaal beleid en presenteerde Coen werk waarin hij vanuit microprincipes optimale begrotingsregels afleidde. Het slaan van zo'n brug van microprincipes naar de macropolitiek is een van de grote uitdagingen na de crisis, ook binnen het IMF, en moet uiteindelijk leiden tot beter beleid. Die uitdaging manifesteert zich in bijzonder in de belastingpolitiek, en dan vooral in de relatie tussen belastingen en financiële stabiliteit. Het CPB – dat binnen het IMF toch al een uitstekende reputatie heeft en als 's werelds 'best-practice' geldt in de beleidsvoorbereiding – draagt ook op dit terrein bij aan kennisvorming en kennisverspreiding, bijvoorbeeld met afzonderlijke onderzoeksprogramma's voor financiële markten en belastingen, én met uitstekende publicaties over de financiële transactiebelasting (CPB 2011). Ik heb Coen altijd proberen te overtuigen van de ernst van de verstoring in de schuldkeuze van bedrijven, en van de mogelijkheden er iets aan te doen door middel van belastingpolitiek. Dit artikel geeft een update van het denken hierover, gebaseerd op recent werk bij het IMF.

2 Schuldscheefheid

Systemen van vennootschapsbelasting (vpb) stimuleren bijna altijd financiering van investeringen met schuld in plaats van eigen vermogen. Dit komt doordat rente aftrekbaar is bij de bepaling van de fiscale winst van bedrijven, maar het rendement op eigen vermogen niet. Deze bevoordeling van schuld voor ondernemingen wordt meestal niet gecompenseerd door persoonlijke belastingen, zeker niet in Nederland waar kapitaalinkomen van personen wordt belast in box 3 of is vrijgesteld (zoals

pensioen-beleggingen). De vpb veroorzaakt dus schuldscheefheid ('*debt bias*'). Er is inmiddels een enorme empirische literatuur die het effect schat van de vpb op de schuldratio van bedrijven. Hieruit blijkt dat, gemiddeld genomen, een 10 procentpunt lager vpb-tarief – een daling van bijvoorbeeld 25 naar 15 procent – de schuldratio van bedrijven (exclusief de financiële sector) met tussen de 1,7 en 2,8 procentpunt vergroot. Er zijn bovendien aanwijzingen dat dit effect in de loop van de tijd groter is geworden (De Mooij 2011).

Schuldscheefheid geldt ook voor banken. Echter, nagenoeg alle literatuur, zowel de theoretische als de empirische, concentreert zich op bedrijven buiten de financiële sector. Dit is opmerkelijk, gelet op het spanningsveld tussen regulering die beoogt de kapitaalratio van banken te verhogen en belastingprikkels die feitelijk het omgekeerde doen. Vanwege regulering zou het effect van belastingen voor banken daarom ook anders kunnen uitpakken dan voor niet-financiële bedrijven. Maar we weten ook dat banken meestal buffers aanhouden en hun eigen vermogen ruim boven de kapitaaleisen zetten. Dit biedt ruimte voor belastingeffecten op schuld. Empirisch onderzoek laat inderdaad zien dat, gemiddeld genomen, banken net zo sterk reageren op een verandering van het vpb-tarief als bedrijven buiten de financiële sector: het langetermijneffect ligt ergens tussen de 0,2 en 0,27. Het betekent bijvoorbeeld dat het volledig neutraliseren van de belastingverstoring bij een vpb-tarief van 25 procent, de kapitaalratio van een bank op lange termijn zou verhogen met gemiddeld 3,75 procent: een stijging met 30 procent ten opzichte van huidige kapitaalratio's (Keen en De Mooij 2012; Gu et al. 2012).

De welvaartskosten van schuldscheefheid in banken zijn potentieel zeer groot. Empirisch blijkt dat grote banken – die doorgaans een relatief lage kapitaalratio kennen in vergelijking met kleine banken – minder sterk reageren op belastingen. Dit is van belang, omdat grote banken het belangrijkste zijn voor de financiële stabiliteit en bovendien een zeer groot deel van alle banktegoeden beheren. Echter, het betekent niet dat schuldscheefheid minder belangrijk is in de bankensector. Integendeel, zelfs kleine effecten op de kapitaalratio van grote systeembanken kunnen een grote invloed hebben op de kans op omvallen en daarmee op de financiële stabiliteit. De welvaartswinst van het wegnemen van schuldscheefheid bij banken kan daarom juist heel groot zijn. In een recent artikel laten we zien dat, onder bepaalde veronderstellingen (bijvoorbeeld dat de gemiddelde schuldratio van banken net zo hoog was als in de crisislanden in 2008), het elimineren van schuldscheefheid het verwachte productieverlies waarmee een financiële crisis gepaard zou gaan, doet afnemen met tussen de 1,1 en 11,9 procent van het bbp (cumulatief over 4 jaar) (De Mooij et al. 2013). In de toekomst moet het belang van dit effect natuurlijk worden bezien in het licht van versterkte kapitaaleisen onder Bazel III.

Een manier om neutraliteit te bewerkstelligen tussen schuld en eigen vermogen is door rente niet langer aftrekbaar te laten zijn voor de vpb. Grondslagverbreding zou bovendien ruimte creëren voor een lager vpb-tarief onder een budgetneutrale hervorming. Echter, dit systeem heeft belangrijke nadelen: (i) het verhoogt de kapitaalkosten van schuldgefinancierde investeringen; (ii) het leidt tot problemen met de belastingheffing van banken, die in feite niet langer worden belast over hun

winst op de rentemarges; (iii) het verstoort internationale financiële transacties. Geen enkel land heeft het daarom ooit aangedurfd de renteaftrek geheel af te schaffen. Beperkingen van de renteaftrek zijn wel populair, vooral om ontwijkgedrag via interne leningen door multinationals te verminderen. Deze beperkingen gaan de schuldscheefheid echter maar gedeeltelijk tegen en creëren bovendien hun eigen problemen.

Een veelbelovende manier om meer neutraliteit te realiseren is om naast de renteaftrek een aftrek te creëren voor eigen vermogen. Deze aftrek is gelijk aan het risicovrije rendement, bijvoorbeeld op overheidsobligaties. De grondslag is de huidige waarde van het eigen vermogen minus deelnemingen in andere bedrijven (om duplicatie van aftrek te voorkomen). De eigenvermogensaftrek heeft diverse aantrekkelijke eigenschappen, naast neutraliteit in de keuze tussen schuld en eigen vermogen. Zo neemt het bijvoorbeeld de versturende werking weg die de vpb nu heeft op investeringen. Inmiddels hebben diverse landen, waaronder België, Brazilië, Italië, Kroatië, Letland en Oostenrijk, ervaring opgedaan met een dergelijk systeem. Het systeem blijkt in de praktijk prima te werken. En, uit empirisch onderzoek blijkt dat de schuldquote van bedrijven inderdaad afneemt. Het IMF adviseert landen daarom vaak een dergelijk systeem in te voeren; in Nederland deed de Studiecommissie Belastingstelsel in 2010 hetzelfde.

Een mogelijk nadeel is dat een eigenvermogensaftrek de vpb-grondslag versmalt, hoewel dit effect kan worden verzacht. Tentatieve berekeningen laten zien dat een vermogensaftrek in ontwikkelde landen de schatkist gemiddeld ongeveer 0,5 procent van het bbp kost (De Mooij 2012). Deze kosten kunnen natuurlijk worden gecompenseerd door andere belastingen te verhogen, of de kosten kunnen lager uitvallen als de hervorming leidt tot meer investeringen. Bij het nadenken over compensatie moet men zich realiseren dat degenen die baat hebben bij de vermogensaftrek waarschijnlijk niet zozeer de aandeelhouders zijn, maar werknemers die hun productiviteit en lonen zien stijgen.

De fiscale kosten kunnen ook worden verkleind door een bijzondere vormgeving van de vermogensaftrek. Daarbij zijn twee alternatieven vooral interessant. De eerste is de vermogensaftrek alleen toe te passen op nieuwe investeringen. De economische voordelen blijven dan bestaan, omdat de vermogensaftrek van toepassing is op alle nieuwe transacties; voor bestaand kapitaal heeft de aftrek immers geen effect meer en is het louter een fiscaal cadeau. Italië heeft in 2012 een dergelijk systeem ingevoerd. De grootste uitdaging is het voorkómen van misbruik door transformatie van oud door nieuw eigen vermogen. In Italië is dit risico beteugeld door adequate anti-misbruikregels. Een tweede alternatief is de vermogensaftrek alleen toe te passen op banken, voor wie de sociale kosten van een te hoge schuldquote waarschijnlijk het grootst zijn. Ook hier geldt dat er bij een sectorspecifieke maatregel het risico bestaat op ontwijkgedrag en misbruik. Maar de bankensector is goed afgebakend en staat onder een bijzonder toezicht, waardoor een speciale fiscale behandeling goed mogelijk is.

3 Belastingen op de financiële sector

Waar schuldfinanciering externe effecten veroorzaakt – zoals in de financiële sector het geval is – kunnen belastingen worden ingezet ter correctie. De grote vraag is of belastingen deze correctie beter kunnen realiseren dan regulering. Naar het antwoord op deze vraag is nog maar weinig onderzoek gedaan (Keen 2011a; 2011b). Wel zijn overheden intussen begonnen met het invoeren van speciale belastingen.

Een studie van het IMF voor de G20 concludeert dat er twee redenen zijn om de financiële sector speciaal te belasten (IMF, 2010; Claessens et al. 2010). De eerste is om externe effecten van excessief risicogedrag aan te pakken. Dat zou bijvoorbeeld kunnen door middel van een bankenheffing. Deze zou moeten worden gekoppeld aan een geloofwaardig en effectief resolutiemechanisme en de opbrengst zou moeten worden gebruikt voor eventuele toekomstige steun aan de sector. De bankenheffing zou worden geheven op alle financiële instellingen, met een vast tarief en op een grondslag die gerelateerd is aan systeemrisico's. Twaalf Europese landen, inclusief Frankrijk, Duitsland, Nederland en het VK, hebben inmiddels een dergelijke belasting ingevoerd, met verschillende tarieven en grondslagen. Er is nog nauwelijks empirisch onderzoek gedaan naar de gevolgen van deze bankbelastingen.

Een tweede reden om de financiële sector apart te belasten is om de verstoring die het gevolg is van de btw-vrijstelling voor financiële diensten, te mitigeren. De '*Financial Activities Tax*' (FAT) beoogt de toegevoegde waarde van banken te belasten door middel van een aparte heffing op de som van de winst en de loonsom. IJsland, Israël en Quebec hebben belastingen van dit type en Frankrijk en Denemarken hebben imperfecte varianten. Het doel van de FAT is dus het verkleinen van de verstoring, niet het vergroten van de financiële stabiliteit.

In het publieke debat is er veel aandacht voor de financiële transactiebelasting (FTT) als manier om imperfecties in het financiële systeem te pareren. Diverse landen (België, Finland, Frankrijk, Polen, Singapore, Zweden, Zwitserland en het VK) hebben vormen van een FTT en Frankrijk en Italië hebben speciale heffingen ingevoerd op hogefrequentiehandel. In de EU zijn elf landen van plan een gezamenlijke FTT in te voeren in 2014. Nederland behoort niet tot deze groep.

FTT's zijn over het algemeen minder goed gericht dan een bankenheffing of een FAT om verstoringen in de financiële sector te beperken (Matheson 2011). Bijvoorbeeld, het argument dat een FTT kortetermijnhandel kan beperken is niet valide, omdat deze handel niet direct een bedreiging vormt voor de financiële stabiliteit en ook geen rol speelde in de crisis. Er is ook geen duidelijk bewijs dat een FTT prijschommelingen in de markt tegengaat; de hogere transactiekosten kunnen deze zelfs vergroten. Zelfs met een laag tarief kan een FTT grote verstoringen veroorzaken als gevolg van opeenstapeling van belastingen in de keten van transacties, hogere kapitaalkosten, toenemende ontwijkconstructies en het beperken van mogelijk sociaal zinvolle transacties.

4 Tot slot

Er zijn meer relaties tussen belastingen en financiële stabiliteit dan in dit artikel zijn besproken (IMF 2009). Zo leidt de fiscale behandeling van de eigen woning in veel landen – en zeker in Nederland – tot excessieve schuldfinanciering door huishoudens. Dit maakt hen kwetsbaar voor economische schokken en kan de financiële stabiliteit aantasten. Over dat onderwerp is in Nederland evenwel genoeg geschreven.

Zowel bij de hypotheekrenteaftrek als de vennootschapsbelasting geldt dat een structurele belastingpolitiek neutraliteit ten aanzien van financieringskeuze als uitgangspunt zou moeten hanteren. Dit leidt niet alleen tot een kleiner doodgewicht van het belastingstelsel (en dus welvaartswinst), maar ook tot meer financiële stabiliteit (en daarmee nog meer welvaartswinst). Specifieke belastingen op financiële instellingen kunnen verder de negatieve externe effecten van schuldfinanciering corrigeren.

De financiële crisis heeft economen en beleidsmakers uitgedaagd tot innoveren. We moeten beter begrijpen hoe microgedrag kan leiden tot macroschokken in de financiële sector en de reële economie en hoe instituties en beleid hierop kunnen inspelen. Bij veel vraagstukken – waaronder de rol van belastingen voor de financiële stabiliteit – staat onderzoek nog maar in de kinderschoenen. Ook na het vertrek van Coen is hier een belangrijke taak weggelegd voor het CPB.

Auteur

Ruud de Mooij is *Deputy Division Chief Tax Policy in het Fiscal Affairs Department* van het Internationaal Monetair Fonds. De auteur was van 1995 tot 2010 werkzaam bij het Centraal Planbureau, laatstelijk als hoofd van de Sector Arbeidsmarkt en Welvaartsstaat. Dit artikel weerspiegelt de visie van de auteur en kan niet worden toegeschreven aan het IMF, haar management of bestuur.

Literatuur

- Claessens, S., M. Keen en C. Pazarbasioglu, 2010, Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material.
- CPB, 2011, Evaluatie van de financiële transactiebelasting, CPB Notitie 21 december 2011.
- Gu, G., R. de Mooij en T. Poghosyan, 2012, Taxation and Leverage in International Banking, IMF Working Paper 12/281.
- IMF, 2009, Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy, Policy Paper.
- IMF, 2010, A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector.
- Keen, M. en R. de Mooij, 2012, Debt, Taxes and Banks, IMF Working Paper 12/48.
- Keen, M., 2011a, Rethinking the Taxation of the Financial Sector, *CESifo Economic Studies*, vol. 57(1): 1-24.
- Keen, M., 2011b, The Taxation and Regulation of Banks, IMF Working Paper 11/206.
- Matheson, T., 2011, Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence, IMF Working Paper 11/54.
- Mooij, R. de, 2011, The Tax Elasticity of Corporate Debt: A Synthesis of Size and Variations, IMF Working Paper 11/95.
- Mooij, R. de, 2012, Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions, *Fiscal Studies*, vol. 33(4): 489-512.
- Mooij, R. de, M. Keen en O. Masanori, 2013, Taxation, Bank Leverage, and Financial Crises, IMF Working Paper 13/48.