



Rabobank

## Financiële transactiebelasting: stabiliserend of ontregelend?

*De financiële crisis heeft de belangstelling voor een financiële transactiebelasting (FTB) vergroot. Deze belasting is echter al decennia lang controversieel. Voorstanders van de belasting beogen een grotere bijdrage van de financiële sector aan de kosten van de crisis en daarnaast een toename van de financiële stabiliteit. Tegenstanders zijn echter van mening dat deze doelen niet zullen worden behaald en dat de werking van de financiële markten zal worden verslechterd. Wie heeft er gelijk? In dit Themabericht worden de te verwachten effecten van een FTB belicht.*

### Politieke discussie

Sinds het ontstaan van de financiële crisis wordt op verschillende beleidsniveaus nagedacht over een FTB. De belasting wordt genoemd als één van de mogelijke maatregelen om de financiële sector te laten bijdragen aan de overheidskosten voor de reddingssteun aan banken. Internationale overeenstemming hierover is tot dusver niet bereikt, bijvoorbeeld de VS en, met name, het VK<sup>1</sup> verzetten zich er tegen. De Europese Commissie (EC) spreekt zich sinds de crisis uit als voorstander van een mondiale FTB en presenteerde afgelopen september alvast het voorstel voor een EU-brede invoering ervan (box 1) (EC 2011). In de Europese Raad zijn de meningen echter sterk verdeeld. Of dit voorstel het zal halen, is dus zeer de vraag.

### Historische achtergrond

#### *Effectentransactiebelasting - Keynes*

John Maynard Keynes pleitte al in 1936, na de Grote Depressie, voor invoering van een geringe belasting op effectentransacties. Hij was van mening dat ex-

#### **Box 1. Hoe ziet het EC-voorstel eruit?**

**\*Tarief:** 0,1% op de prijs die tot stand komt bij financiële transacties. Voor derivatentransacties geldt een tarief van ten minste 0,01%. De belasting wordt geheven op bruto transacties, dus voorafgaand aan eventuele saldering.

**\*Reikwijdte:** alle financiële transacties waarvan ten minste één partij in de EU is gevestigd. Er bestaat o.a. een ontheffing voor transacties in de primaire markt (de uitgifte van aandelen en obligaties) en voor transacties met centrale banken.

#### **\*Doelstellingen:**

1) Een *eerlijke bijdrage* van de financiële sector om de kosten van de afgelopen crisis te kunnen dekken. (Verwachte inkomsten p.j. circa € 57 miljard.)

2) *Financiële stabiliteit*: het ontmoedigen van ongewenst marktgedrag, i.e. transacties die niet bijdragen aan de stabiliteit van de markt.

3) Bevordering van de *interne markt* door harmonisatie van (lopende initiatieven tot) nationale wetgeving.

cessieve speculatieve transacties destabiliserend werken, ofwel de volatiliteit op de financiële markten vergroten. Dit zou één van de oorzaken van de Grote Depressie zijn geweest. Het heffen van een belasting zou de korte termijntransacties inperken en daarmee de aandelenkoersen op de lange termijn stabiliseren (Keynes 1936). Het voorstel kende in de decennia daaropvolgend echter weinig navolging (Schulmeister et al. 2008).

#### *Valutatransactiebelasting*

Een belasting op financiële transacties kreeg na de instorting van het Bretton Woods stelsel<sup>2</sup> begin jaren 1970 weer de aandacht, omdat wisselkoersen alle kan-

<sup>1</sup> In het VK bestaat er op nationaal niveau al een vorm van een financiële transactiebelasting, de *stamp duty tax* (Bond 2004).

<sup>2</sup> Het Bretton Woods stelsel, dat bestond van 1945 tot eind 1973, had als doel om monetaire stabiliteit te garanderen. Alle valuta's van de deelnemende landen werden gekoppeld aan de dollar die weer was gekoppeld aan goud.

ten op schoten. Door deze instabiliteit kwam James Tobin, beïnvloed door de ideeën van Keynes, met het voorstel om “zand in de wielen van de geldmarkten te gooien” door een internationale uniforme belasting op alle contante *valutatransacties* te heffen. Dit werd bekend als de ‘Tobintaks’. Hij had met dit voorstel als doel om korte termijn valutatransacties te ontmoedigen en daarmee internationale stabiliteit te vergroten en de rol van het monetaire beleid te versterken. Inkomsten genereren, zoals het EC-voorstel beoogt, was voor Tobin geen doel op zich (Tobin 1978). Een Tobintaks is nooit ingevoerd op valutatransacties, maar wel op andere financiële transacties, bijvoorbeeld in Zweden (van 1984-1991) en China (sinds 1990) (Culp 2010). Beide landen hebben het tarief meerdere malen tussentijds moeten herzien.

In 1995 kwam Paul Bernd Spahn met een aangepast voorstel van de Tobintaks. Volgens Spahn is de Tobintaks onuitvoerbaar, omdat het praktisch onmogelijk is om in een vrije markt onderscheid te maken tussen normale liquiditeitshandel en speculatieve transacties. Wanneer er een hoog belastingtarief wordt gehanteerd zal dat een negatieve impact hebben op het functioneren van de financiële markten en internationale liquiditeitsproblemen veroorzaken. Hoe lager het tarief daarentegen, hoe minder het geschikt zal zijn om speculatieve transacties tegen te gaan. Spahn stelt daarom een tweetrapsstelsel van de Tobintaks voor: een zeer lage belasting (tot zelfs 0%) op alle valutatransacties in tijden van monetaire rust, en een flink hoger tarief (tot wel 80%) wanneer koersen sterk gaan schommelen. De zogenaamde Tobin-Spahntaks werd in 2004 door het Belgisch parlement in een wet opgenomen.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Zie voor het goedgekeurd wetsvoorstel: <http://www.lachambre.be/FLWB/pdf/51/0088/51K0088001.pdf> Deze wet zal echter pas in werking treden

## Discrepantie tussen beoogde doelen

Twee hoofddoelen die de EC met haar voorstel nastreeft, inkomsten heffen en speculatie ontmoedigen, staan met elkaar in conflict. Om speculatie terug te dringen moet het aantal korte termijntransacties worden beperkt. Voor werkelijke gedragsverandering dient het tarief afdoende hoog te zijn. Een daaruit volgende vermindering in transactievolume betekent daarentegen een afname van inkomsten die kunnen worden opgehaald (Culp 2010). Dit was het geval in Zweden, waar in 1989 een belasting met een maximumtarief van 0,15% werd ingevoerd voor (vastrentende) obligaties en de bijbehorende derivaten. Het obligatie handelsvolume daalde in één week met 86% en dat van futures met 98%. Daardoor heeft de belasting slechts 3% van de verwachte inkomsten opgeleverd. De oorzaak voor deze snelle afname van het obligatievolume wordt gelegd bij het gemak waarmee een vastrentende obligatie kan worden omgezet in een termijncontract of preferente obligatie, die niet waren belast (Umlauf 1993).

## Impact FTB

### Financiële stabiliteit

Een van de redenen vóór invoering van een FTB is dat het zou bijdragen aan financiële stabiliteit. De achterliggende gedachte is dat speculatieve transacties instabiliteit veroorzaken en dat hoe korter de transacties zijn, hoe effectiever de belasting is. Over de vraag of speculanten goederen- en valutamarkten verstoren en in belangrijke mate verantwoordelijk zijn voor de grote prijschommelingen van de afgelopen jaren bestaat echter geen consensus (Culp 2010). Korte termijntransacties zijn echter niet per definitie speculatief en bevorderen de marktliquiditeit. Een

---

wanneer een dergelijke wet op Europees niveau wordt ingevoerd. Het betreft hier immers het belastingen van euro-transacties, wat invloed kan hebben op de koers van de euro.

voldoende mate van marktliquiditeit is van essentieel belang voor financiële stabiliteit. Een studie van het Oostenrijks onderzoeksinstituut WIFO laat zien dat een FTB van tussen de 0,1% en 0,01% voornamelijk invloed heeft op de zeer korte termijn transacties (intradag) van derivateninstrumenten. Daarentegen zal de belasting een minder groot effect hebben op de derivaten die als doel hebben om open posities te hedgen, ofwel risico's te verkleinen. Deze transacties hebben namelijk een veel grotere tijdshorizon dan (intradag) speculatie, zoals hogevolumehandel. Zij concluderen dat een internationale invoering van een FTB met een laag tarief hoogstwaarschijnlijk excessieve liquiditeit zal verminderen en daarmee de instabiliteit van assetprijzen zal verkleinen (Schulmeister et al. 2008).

Andere studies, voornamelijk empirisch, tonen echter aan dat zelfs een laag belastingtarief de kosten van alle financiële transacties fors zal verhogen. Dit zet niet alleen een rem op ongewenste, maar ook op gewenste transacties. Hiermee zal de liquiditeit in de markt aanzienlijk verminderen, wat een negatief effect zal hebben op de financiële stabiliteit. Financiële transactiebelastingen die reeds zijn ingevoerd (geweest) in onder andere het VK, Japan, China en Zweden, hebben uitgewezen dat door een toename van de transactiekosten de prijsvolatiliteit niet afneemt, maar gelijk blijft of zelfs toeneemt (Culp 2010, McCulloch et al. 2011).<sup>4</sup>

## Ontwijking van de FTB

### *Geografische verplaatsing*

De EC geeft aan dat een EU-brede invoering van een FTB noodzakelijk is, omdat financiële transacties een extreem hoge mobiliteit kennen. De Wereldbank stelt dat

---

<sup>4</sup> Hier kan de kanttekening worden geplaatst dat de empirische studies zijn gebaseerd op transactiebelastingen die slechts betrekking hadden op één soort transactie en niet op alle transacties. Daarnaast zijn de effecten afhankelijk van de marktstructuur, die verschilt per segment en land.

een FTB op Europees niveau, vanwege deze hoge mobiliteit, resulteert in een verschuiving van een deel van de transacties naar ofwel grote financiële centra buiten de EU of naar kleinere, minder gereguleerde financiële centra (Honohan et al. 2009). Deze studie laat zien dat zelfs een zeer kleine belasting kan leiden tot een significante verandering van het marktgedrag van partijen. Sommige transacties, zoals van de belangrijkste Europese aandelen en hun gekoppelde derivaten, zijn minder gevoelig voor geografische verplaatsing (Schulmeister et al. 2008). Instellingen die hun activiteiten moeilijk kunnen verplaatsen, zoals pensioenfondsen, worden door een EU-brede invoering naar verwachting relatief hard geraakt. Geografische verplaatsing leidt niet alleen tot minder belastinginkomsten, maar verstoort bovendien een eerlijk mondiaal speelveld in de financiële sector. Verplaatsing kan worden voorkomen door invoering van een uniforme, mondiale belasting. Dit heeft ook Tobin twintig jaar na zijn voorstel benadrukt (Tobin 1996).

### *Innovatie*

De Wereldbank concludeert daarnaast dat een FTB impact kan hebben op het innovatief gedrag van marktpartijen. Dit geldt met name voor financiële activiteiten waarbij grote hoeveelheden transacties op continue basis worden uitgevoerd. De belastingdruk op bijvoorbeeld hogevolumehandelaren, financieel intermediairs en pensioenfondsen, via zogenoemde cascade-effecten<sup>5</sup>, kan hierdoor relatief hoog worden. In een poging om de belasting te ontwijken, zullen instellingen proberen transacties zelf te bundelen en slechts periodiek ten uitvoer te brengen. De Wereldbank stelt dat dit niet per definitie tot een welvaartsverlies leidt, maar vermoedelijk wel tot lagere belastinginkomsten.

---

<sup>5</sup> Hiermee wordt de 'ketting' aan transacties bedoeld die, meestal via brokers, tot stand kan komen bij slechts één deal.

## Impact reële economie

In het verleden hebben diverse studies aangetoond hoe een belasting op financiële transacties kan leiden tot hogere financieringskosten voor bedrijven (Bond 2004; Shome 2011). Hogere financieringskosten zetten vervolgens een rem op de investeringsgroei. Uit de impactanalyse van de EC blijkt dat de invoering van een belastingtarief van 0,1% resulteert in een cumulatieve verlaging van het BBP op de lange termijn van 1,76%. In een alternatief EC-scenario, waarin bij de implementatie rekening wordt gehouden met diverse mitigerende factoren, waaronder een ontheffing voor transacties op de primaire markt, is het negatieve effect op het lange termijn BBP 0,53%.<sup>6</sup> Het effect op het BBP van de EU varieert hiermee van ten minste 65 miljard tot maximaal 216 miljard euro. De daling van de werkgelegenheid varieert onder verschillende scenario's van 0,03% tot 0,20% op de lange termijn. De impact op de werkgelegenheid is uiteraard in grote mate afhankelijk van de aannames over de geografische verplaatsing van transacties naar regio's buiten de EU. Tot slot kan worden opgemerkt dat het EC-model geen rekening houdt met interactie tussen de FTB en de effecten van parallel lopende beleidsinitiatieven die ook hun weerslag zullen hebben op financieringskosten en de kredietverlening, zoals op internationaal niveau Basel 3, maar ook nationale wetgeving: de bankbelasting en het DGS.

## Conclusie

*Discussies over de invoering van een belasting op financiële transacties laaien doorgaans op in tijden van crisis. Wie er gelijk heeft, de voor- of standers, kan niet eenduidig worden beantwoord, maar de negatieve effecten lijken groter dan de positieve. De theoretische aanname dat*

<sup>6</sup> Ter vergelijking: de berekende voordelen van de interne markt bedroegen in 2005 ten minste 2 à 3% BBP (per capita) voor de EU als geheel (CPB 2008).

*een FTB de financiële stabiliteit ten goede komt, kan empirisch niet eenduidig worden bevestigd. De verwachte inkomsten zullen door enerzijds ontwijking en anderzijds een afname in liquiditeit, waarschijnlijk niet worden gerealiseerd. Daarnaast onderschrijven diverse studies de negatieve effecten van een FTB op economische groei en werkgelegenheid. Deze negatieve effecten kunnen worden verminderd door een invoering op mondiaal niveau, maar dat lijkt gezien het beperkte internationale draagvlak niet haalbaar.*

december 2011

Rachida Talal-Azimi (030 – 21 34021)

R.Talal@rn.rabobank.nl

Michiel Verduijn (030 – 21 30522)

M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl

[www.rabobank.com/economie](http://www.rabobank.com/economie)

### Literatuurlijst

Bond, S., Hawkins, M. & Klemm, A. (2004), *Stamp duty on shares and its effect on share prices*, The Institute for Fiscal studies (IFS).

CPB (2008) "The internal market and the Dutch economy", *CPB document no. 168*.

Culp, S. L. (2010) *Financial Transaction Taxes: Benefits and Costs*, Compass Lexecon.

EC (2011) *Council directive on a common system of financial transaction tax*, Brussel.

Honohan, P. & Yoner, S. (2009), Financial transaction tax: Panacea, Threat or Damp Squib?, *The World Bank working paper 5230*.

Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*.

McCulloch, N. & Pacillo, G. (2011) *The Tobin Tax – A Review of the Evidence*. Institute of Development Studies: University of Sussex.

Tobin, J. "A proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal* 4 (3-4, July/October, 1978)

Tobin, J., "Prologue", Ul-Haq, M. & Kaul, I. & Grunberg, I. (1996) *The Tobin Tax: Coping With Financial Volatility*. Oxford University.

Schulmeister, S. & Schratzenstaller, M. & Picek, O. (2008), "A general Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects", *WIFO*.

Shome, P. (2011). Financial transaction taxes, *ICRIER working paper 254*.

Spahn, P. B. (1995) *On the feasibility of a Currency Transaction Tax*.

Umlauf, S. "Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market," *Journal of Financial Economics* (vol. 33/No. 2, 1993).