

Beoordeling van de economische impact van een belasting op financiële transacties in België

Florence SMETS

Attaché van Financiën

ABSTRACT

Assessing the economic impact of a financial transaction tax in Belgium

The European Commission has proposed a financial transaction tax (FTT). The purpose of this tax is to make sure that the financial sector bears a fair share of the burden of the financial crisis, and to discourage excessive risk-taking in the financial sector. The tax would apply to almost all financial transactions carried out by financial institutions established in the Member States.

In this article we explore whether the FTT is likely to correct the market failures that have contributed to the financial crisis, how well the FTT is likely to succeed in raising revenues, and how the FTT compares to alternative taxes in terms of efficiency. We find little evidence that the FTT will be effective in correcting market failures. Taxing of transactions is not well targeted at behaviour that leads to excessive risk and systemic risk creation. The empirical evidence does not suggest that the introduction of an FTT reduces volatility or asset price bubbles.

The FTT will likely raise significant revenues, in spite of the fact that the tax base is highly elastic. We find that the tax can potentially raise revenues up to 0,48 % of the GDP for Belgium. When compared to alternative forms of taxation of the financial sector, the FTT is likely less efficient. In particular, taxes that more directly address existing distortions (such as the current VAT exemption for banks, and the bias towards debt financing) provide more efficient alternatives.

Keywords: transaction tax, Tobin tax

JEL Classification Code: H21, G18

Inhoudstafel

1	Inleiding	113
2	Historiek belasting op financiële transacties	114
2.1	Concept transactiebelasting	114
2.2	Historiek en debat	115
3	Doelstellingen belasting op financiële transacties	118
3.1	Marktfalen tegengaan	118
3.1.1	Systemisch risico	118
3.1.2	Speculatie	119
3.2	Bron van inkomsten	121
3.2.1	Opbrengsten	121
3.2.2	Incidentie	124
3.2.3	Macro-economische kost	125
3.2.4	Schatting macro-economische kosten Europese Commissie	127
4	Macro-economische kost en opbrengsten voor de Belgische Staat	129
4.1	Schatting potentiële opbrengsten	129
4.2	Hoe beurstaks combineren met voorstel EC?	132
5	Alternatieven voor een belasting op financiële transacties	137
6	Besluit	140
7	Bibliografie	142

1 Inleiding ⁽¹⁾

De recente financiële crisis heeft geleid tot een debat rond financiële regulering om de weerbaarheid van de financiële sector te verbeteren en om toekomstige crisissen te vermijden. Gezien de hoge kosten gemaakt om financiële instellingen te redden, heeft het argument om de financiële sector een hogere bijdrage te laten leveren aan politieke steun gewonnen.

Op 28 september 2011 heeft de Europese Commissie (2011a) een voorstel gelanceerd van een Europese belasting op financiële transacties. Het doel van het voorstel is te verzekeren dat de financiële instellingen een eerlijke bijdrage betalen voor de huidige en toekomstige crisissen, om onproductieve transacties op de markten af te remmen en om fragmentatie op de interne markt door ongecoördineerde maatregelen tegen te gaan.

Verschillende lidstaten hebben reeds hun steun en interesse uitgedrukt voor het voorstel. Elf van hen, waaronder ook België, hebben een aanvraag ingediend bij de Europese Commissie volgens de procedure van de versterkte samenwerking om een belasting op financiële transacties in te voeren.

De Commissie stelt voor om een belasting te heffen op een hele reeks van secundairemarkttransacties (aandelen, obligaties en derivaten) uitgevoerd op financiële markten, zowel georganiseerde handel als over-the-counterhandel. Herfinancieringsoperaties met centrale banken en de meeste courante transacties van particulieren en private ondernemingen zijn uitgesloten van de belasting. Deze ruime belastingbasis heeft als doel fiscale ontwijking zo min mogelijk te houden. Daarnaast zou de belasting door de brede heffingsbasis ook substantiële inkomsten kunnen opbrengen.

Een belasting op financiële transacties heeft als doel onproductieve transacties en speculatie te verminderen en om op een efficiënte manier inkomsten op te brengen voor de overheid. In dit artikel wordt onderzocht of de belasting aan deze doelstellingen kan voldoen en welke negatieve effecten er mogelijks kunnen zijn op de investeringen, output en werkgelegenheid. Eerst wordt kort overzicht gegeven van de historiek van de belasting op financiële transactie. Daarna volgt een evaluatie van de positieve en negatieve effecten van de belasting en wordt specifiek voor België berekend wat de potentiële inkomsten kunnen zijn voor de staat en op welke manier deze belasting kan gecombineerd of geïntegreerd worden met de huidige Belgische belasting op beursverrichtingen. Tenslotte worden alternatieven voor een belasting op financiële transacties besproken.

1 Dit artikel is een samenvatting van een ruimere studie die als eindverhandeling werd ingediend met het oog op een benoeming van attaché bij de Federale overheidsdienst Financiën met als titel "Evaluatie van de belasting op financiële transacties: Economische en budgettaire impact voor België". De volledige studie is beschikbaar op: http://www.docufin.fgov.be/intersalgn/thema/publicaties/documenta/2012/BdocB_2012_Q3n_Smets_studie.pdf

2

Historiek belasting op financiële transacties

2.1 Concept transactiebelasting

Een transactiebelasting is een belasting die geheven wordt op de transacties van goederen of effecten. Het is dus met andere woorden een soort van overdrachtsbelasting. Een transactiebelasting is verschillend van een inkomensbelasting aangezien die laatste geheven wordt op vormen van inkomen en niet op de transactiewaarde. De belasting is ook verschillend van een verbruiksbelasting aangezien die laatste wordt geheven op de consumptie van goederen en diensten.

Het is nuttig om de transactiebelasting binnen een bredere belastingtheoretische context te plaatsen. Uit de theorie van de optimale belasting leren we dat er zowel rekening dient gehouden te worden met efficiëntie- als met billijkheidscriteria. Een efficiënte belasting is een belasting die met een minimaal verlies aan welvaart ruime inkomsten kan opbrengen. Een efficiënte belasting zal met andere woorden een belasting zijn met een laag heffingstarief en een ruime belastinggrondslag. Een billijke belasting is een belasting waarbij de zwaarste schouders meer bijdragen (progressieve belasting). Deze criteria zijn vaak tegenstrijdig aan elkaar. De optimale belastingtheorie (DECOSTER en VALENDUC, 2011) tracht efficiëntie en billijkheid te integreren om een zo groot mogelijke welvaart te verzekeren.

Transactiebelastingen kunnen potentieel voldoen aan het efficiëntie criterium omdat ze veel inkomsten kunnen opbrengen zonder veel verstoring te veroorzaken. Belastingen op financiële transacties hebben meestal een zeer laag heffingstarief en hebben een ruime belastinggrondslag. Er dient wel rekening gehouden te worden met de impact van de belasting op de prijzen van niet-financiële producten. Een belasting op financiële transacties zal zich verder vertalen in andere prijzen van het productieproces. Dit kan op zijn beurt zorgen voor verstoringen in het beslissingsproces van bedrijven, wat zou kunnen leiden tot minder output. Transactiebelastingen zijn daarom niet altijd de meest efficiënte belastingen (IMF, 2010). Ook heeft ervaring aangetoond dat transactiebelastingen op financiële instrumenten zeer kwetsbaar zijn voor ontwijking door het creëren van nieuwe producten of het herlokalisieren van de activiteiten (IMF, 2010).

Transactiebelastingen houden verder ook geen duidelijk verband met inkomens, hun rol in het herverdelingsvraagstuk is bijgevolg eveneens onduidelijk. Transactiebelastingen zullen daarom vaak als inferieur worden gezien ten opzichte van inkomensbelastingen die wel een rol kunnen spelen in de herverdeling. Transactiebelastingen zullen in deze context vaak als tweede keuze aangemerkt worden.

Transactiebelastingen hebben wel enkele voordelen ten opzichte van andere belastingen. De bepaling van de belastinggrondslag en de afdwingbaarheid van de belasting zijn relatief eenvoudig. Zo is het bijvoorbeeld gemakkelijker om een belasting op financiële transacties te heffen dan een belasting op de winst die elke belegger behaalt met de beurshandel. Daarnaast zouden transactiebelastingen ook een sturende werking kunnen hebben, zo zou een belasting op financiële transacties het ongewenste overdadige handelen in financiële effecten kunnen tegengaan.

Vanuit de optimale belastingtheorie lijkt het dus niet ideaal om kapitaaltransactiebelastingen in te voeren, aangezien het directe effect op de herverdeling niet duidelijk is en er wellicht meer efficiënte belastingen zijn. Ook is het onduidelijk of de belasting efficiënt zal zijn aangezien er gevaar is voor ontwijking van de belasting. Het is dus allicht verkieslijker inkomen of de meerwaarde te belasten dan transacties. Maar gezien het relatieve gemak van de belasting is het soms wenselijker om toch deze belasting in te voeren. Overigens, door het toepassingsveld van de belasting zeer ruim te maken en het tarief waartegen de transacties belast worden vrij laag te houden kan ontwijking worden tegengaan, wat ten voordele komt aan het efficiëntiecriteria.

2.2 Historiek en debat

De vraag of er een belasting moet komen op financiële transacties wordt al bediscussieerd sinds zij is voorgesteld door Keynes in 1936 tijdens de Great Depression. Keynes kwam tot het inzicht dat korte termijn speculatie de prijzen van effecten sterk van hun echte waarde kan doen afwijken. In zijn 'General Theory of Employment, Interest and Money' pleitte hij voor een beleid dat deze instabiliteit zou doen verminderen. Hij stelde een belasting op alle financiële transacties voor om de speculatie wat te temperen.

In de volgende decennia kreeg het voorstel van Keynes om een belasting op financiële transacties in te voeren aanvankelijk weinig gehoor. Nochtans was het economisch beleid mede door zijn invloed meer gericht op het verminderen van de speculatie. Er ontstond meer regelgeving op de financiële markten in de jaren 1950 en 1960, wat zorgde voor vrij stabiele wisselkoersen, prijzen van aandelen en goederenprijzen. Een element van die regelgeving was de implementatie van verschillende varianten van de belasting op financiële transacties.

Het idee van de belasting op financiële transacties kreeg weer de aandacht onder de beleidsmakers na het uiteenvallen van het Bretton Woods-systeem in het begin van de jaren 1970. De wisselkoersen vertoonden opnieuw grote fluctuaties, wat zorgde voor veel instabiliteit. James Tobin stelde daarom in 1978 zijn idee van een uniforme belasting op valutatransacties voor (TOBIN, 1978).

De laatste 30 jaren getuigen van een nogal tegengestelde ontwikkeling van het volume verhandeld kapitaal op de beurs en prijsontwikkelingen op de financiële markten en daarnaast het invoeren van belastingen op financiële transacties. Financiële innovaties, zoals het ontstaan van derivaten, hebben bijgedragen tot een enorme stijging van de omzet op de financiële markten. De prijzen van de meeste effecten vertoonden bovendien sterke fluctuaties de laatste decennia. Nochtans is het economisch beleid er niet op gericht geweest om deze prijsfluctuaties aan te pakken en te zorgen voor meer stabiliteit. Vele van de ingevoerde belastingen op transacties van het verleden werden ook verlaten of teruggeschroefd de laatste 20 jaren.

Een reden voor de trend naar meer liberalisering en minder regulering heeft te maken met het proces van de globalisatie. Transacties kunnen daardoor gemakkelijker verplaatst worden tussen verschillende financiële markten. Dit veroorzaakt competitie tussen de markten, wat belastingen op transacties niet aantrekkelijk maakt. Dit is zeker zo voor kleine financiële centra, terwijl in een groot financieel centrum zoals Londen de overheid wel succesvol een belasting op financiële transacties in stand kon houden (nl. Stamp Duty).

De globalisatie heeft het ook moeilijker gemaakt om de tobintaks op valutatransacties in te voeren. Valutatransacties kunnen gemakkelijker verplaatst worden naar andere markten waar geen belasting zou gelden. De tobintaks zou dus pas kunnen ingevoerd worden wanneer alle landen met ontwikkelde financiële markten zouden toestemmen. De instabiliteit van de financiële markten, hun globale verwevenheid en de crisissen in de jaren 1990 hebben het debat rond de tobintaks opnieuw levend gemaakt. De discussies over de voor- en tegenargumenten van een tobintaks hebben tot concretere voorstellen geleid. Zo verklaarden de parlementen in België, Frankrijk en Oostenrijk in een wet hun steun aan een tobintaks⁽²⁾, die evenwel pas in werking zou treden wanneer alle lidstaten van de Europese Unie een gelijkaardige belasting zouden invoeren.

De grote stijging in het volume verhandeld kapitaal op de financiële markten en de grote fluctuaties van de prijzen van effecten hebben ervoor gezorgd dat er de laatste jaren opnieuw meer onderzoek gedaan is naar de voor- en nadelen van een algemene belasting op alle financiële transacties. In de nasleep van de financiële crisis heeft de Europese Commissie op 28 september 2011 een voorstel gelanceerd om een belasting op financiële transacties in te voeren in de lidstaten van de Europese Unie.

2 Wat België betreft: Wet van 19 november 2004, gepubliceerd op 24 december 2004, waarin het principe van een belasting op de omwisseling van deviezen, bankbiljetten en muntstukken bekrachtigd werd tegen een tarief aan 0,02% op de uitgevoerde transacties in België door de inwoners of door een tussenpartij gevestigd in België. Centrale banken en internationale instituties zijn vrijgesteld van de belasting. Er werden evenwel nooit uitvoeringsbesluiten genomen om deze wet in werking te laten treden.

Het debat is vandaag de dag nog steeds niet uitgeklaard en vraagt verder onderzoek. De voorstanders van een belasting op financiële transacties geloven dat de transactiebelasting een stabiliserend effect kan hebben op de prijzen van effecten en op het volume verhandeld kapitaal, wat de macro-economische ontwikkelingen kan verbeteren (KEYNES, 1936; TOBIN, 1978). Daarnaast zijn ze van mening dat de belasting aanzienlijke inkomsten kan opbrengen voor overheden of supranationale instellingen. De voorstanders halen ook aan dat de belasting op financiële transacties een middel kan zijn om de belastingdruk te verschuiven van arbeid naar kapitaal. Deze argumenten worden echter sterk bekritiseerd, zowel op theoretisch als op empirisch vlak. De tegenstanders beweren immers dat een belasting op financiële transacties de transactiekost doet toenemen, waardoor de efficiëntie op de financiële markten zal dalen. Bovendien zijn de financiële markten sterk geglobaliseerd, waardoor de belasting concurrentieverstoring zou kunnen veroorzaken en belangrijke herlokalisatie van financiële activiteiten zou kunnen teweegbrengen (ECB, 2004).

3 Doelstellingen belasting op financiële transacties

Een belasting op financiële transacties kan in theorie twee doelstellingen nastreven: zij kan positieve effecten hebben op de financiële markten door te corrigeren voor marktfalingen en zij kan inkomsten opbrengen voor de staten. In dit hoofdstuk zullen beide doelstellingen besproken worden aan de hand van bestaande literatuur.

3.1 Marktfalen tegengaan

Een eerste argument om financiële transacties te belasten is dat dit mogelijk positieve effecten kan hebben op financiële markten en zorgen voor meer stabiliteit. Zo kan de belasting corrigeren voor marktfalingen, door een prijs te kleven op de negatieve externaliteiten die op de financiële markten bestaan. De belasting op financiële transacties zou dus verstoringen op de financiële markten kunnen wegwerken doordat de belasting bepaalde gedragsveranderingen kan teweegbrengen. Op die manier zou er meer stabiliteit op de financiële markten komen. Een belangrijke verstoring is de bijdrage aan het systemisch risico wat door vele partijen vaak onderschat wordt. Het belasten van financiële transacties zou de kans op een schok die het hele financiële systeem raakt, kunnen verminderen, meer specifiek door het verminderen van de volatiliteit op de financiële markten of door het ontstaan van zeepbellen tegen te gaan. Een tweede verstoring op de financiële markten is het bestaan van speculatieve handel op korte termijn wat gezien wordt als zeer schadelijk. Een belasting op financiële transacties zou dit minder aantrekkelijk maken.

3.1.1 Systemisch risico

Het systemisch risico verwijst naar de kans dat een schok het financiële systeem als een geheel zal raken. Dit kan gebeuren doordat alle banken blootgesteld zijn aan hetzelfde risico (een parallelle schok) of door een schok die door de grote verwevenheid van de financiële instituties overslaat op andere financiële instellingen. Financiële instellingen hebben incentives om zich aan deze risico's bloot te stellen door onder andere de overheidsgaranties (bijvoorbeeld in de vorm van impliciete bailout garanties). Meer dan eens zullen financiële instellingen hun winst privatiseren, maar hun verlies wordt gesocialiseerd en met andere woorden opgevangen door de staat en bijgevolg de belastingbetaler.

Hoewel een belasting op financiële transacties niet rechtstreeks gericht is op deze bronnen van instabiliteit, geloven voorstanders van de belasting toch dat de belasting de kans op een schok kan doen verminderen, door de volatiliteit op de markten te verminderen of het ontstaan van asset price bubbles tegen

te gaan. De meeste theoretische en empirische studies besluiten echter dat een belasting op financiële transacties ofwel de volatiliteit doet stijgen of er geen effect op heeft. Een belasting op financiële transacties zou wel een effect kunnen hebben op het ontstaan van zeepbellen in de financiële markten. In hun studie vinden Porter en Smit (2003) dat een belasting op financiële transacties de grootte van de zeepbel kan doen minderen. De belasting zal de transactiekosten doen stijgen, waardoor de grootte van de zeepbel getemperd wordt.

Hoewel er dus empirische literatuur bestaat die zegt dat een belasting op financiële transacties de zeepbellen kan doen verminderen, bestaat er zeker geen garantie dat het systemisch risico hierdoor volledig zal verdwijnen of substantieel verminderen. Verder is het zo dat financiële crisissen vaak worden gelinkt met het ineenzakken van een vastgoedzeepbel. Vastgoed wordt echter niet vaak verhandeld, is zeer illiquide en heeft een hoge transactiekost. Een belasting op financiële transacties zal daarom weinig effect hebben op deze vastgoedtransacties. Andere instrumenten zullen beter zijn om een vastgoedzeepbel tegen te gaan (REINHART EN ROGOFF, 2009).

Verder focust de belasting niet op de kernzaken die mede instabiliteit op de financiële markten versterken, nl. de grootte en de verwevenheid van de financiële instellingen en het verminderen van regulering (IMF, 2010). Om het systemisch risico te verminderen zullen andere maatregelen waarschijnlijk effectiever zijn, zoals meer bankregulering of strengere kapitaalvereisten die bijvoorbeeld het overdadige lenen zouden verminderen.

3.1.2 Speculatie

Transacties op de financiële markten zijn waardevol omdat de prijs van de transacties informatie weergeeft over de onderliggende waarden van de effecten. Op die manier kunnen efficiëntere beslissingen genomen worden. Maar er kan ook te veel handel zijn. Bedrijven en andere partijen op de markt kunnen te veel middelen investeren in handel en het vergaren van informatie over effecten. Dit zou kunnen leiden tot negatieve externaliteiten en marktfaling.

Ten eerste kan competitie bedrijven aanzetten om marktinformatie te verzamelen die individueel voor elk bedrijf wel gunstig is, maar sociaal nutteloos is omdat dezelfde informatie door meerdere partijen verzameld wordt. De bedrijven en andere marktparticipanten maken met andere woorden winst door sneller dan de andere participanten informatie te verzamelen op korte termijn. De maatschappij in haar geheel wint daarbij niet veel. Zulke korte termijn handel is niet altijd slecht, maar er kan een te veel van zijn. Stiglitz (1989) beschreef dit proces als het te veel investeren in informatie verzamelen op korte termijn, wat geen enkele sociale waarde meer heeft. Een belasting op financiële transacties kan er voor zorgen dat de incentives om deze investeringen te doen ver-

minderd worden. Een belasting op financiële transacties zal de korte termijn en hoge frequentie handel immers duurder maken door een stijging in de transactiekosten. Dit heeft dus een positief effect op de financiële markten in die zin dat het de korte termijn schadelijke speculatie, die enkel gebaseerd is op het snel winst maken en niet op de onderliggende economische fundamenteën, zou doen verminderen.

Een tweede potentiële marktfaling kan zijn dat financiële markten 'free riding' aanmoedigen door gebruik te maken van kostelijke informatie vergaard door anderen. Wanneer markten snel informatie verspreiden die financiële tussenpersonen vergaard hebben, zullen de individuele baten van deze inspanningen verminderd worden. In volledig efficiënte markten tonen prijzen altijd de volledige beschikbare informatie. Het is dan niet meer nuttig om individueel informatie te verzamelen waardoor de inspanningen tot informatieverzameling verminderd zullen worden. De kans bestaat dat er bijgevolg te weinig informatieverzameling zal zijn (GROSSMAN en STIGLITZ, 1980). Wanneer men in deze situatie van efficiënte markten een belasting op financiële transacties zal invoeren, zal er nog minder geïnvesteerd worden in informatieverzameling. Dit zal zorgen voor minder transacties op de financiële markten door het verminderen van het free riding potentieel. Het zal moeilijker worden tegenpartijen te vinden doordat te weinig geïnvesteerd wordt in informatieverzameling. Dit zal zorgen voor illiquide markten en bijgevolg leiden tot meer instabiliteit op de financiële markten.

Het effect van beide potentiële marktfalingen is dus ambigu. Om te kijken of een belasting op financiële transacties nu effectief de marktfalingen kan tegengaan, is het nodig om te weten op welke manier een belasting het gedrag zal veranderen van participanten die investeren in informatieverzameling (de speculanten). Dow en Rahi (2000) bestuderen een model waarin speculanten belast worden. Dit heeft als gevolg dat er minder geïnvesteerd zal worden in informatieverzameling, waardoor de prijzen minder informatief worden. Dit zal positief zijn voor de speculanten aangezien ze grotere winsten kunnen maken op andere participanten. Subrahmanyam (1998) bestudeert een model van informatieverzameling en partijen die zowel op korte als op lange termijn handelen. Hij vindt dat een belasting op financiële transacties de incentives doen toenemen om meer informatie te verzamelen op lange termijn dan op korte termijn. Op die manier wordt de korte termijn speculatieve handel dus verminderd.

In realiteit is het echter niet altijd duidelijk of korte termijn handel speculatieve doelen heeft of niet. Door de invoering van een belasting op financiële transacties zou enerzijds de informatiefunctie van de transacties verstoord kunnen worden, waardoor er minder transacties op de markt zullen zijn en moeilijker tegenpartijen op de markten gevonden worden. Dit zal zorgen voor minder liquiditeit op de financiële markten, wat bijgevolg kan leiden tot meer prijsvolatiliteit (o.a. MANNARO et al, 2008). Anderzijds zou de belasting er voor kunnen zorgen dat speculatieve handel verminderd wordt. Voorstanders van

de belasting stellen immers dat door korte termijn handel duurder te maken in vergelijking met lange termijn handel, zowel de korte termijn als lange termijn volatiliteit minder zullen worden. Het teveel aan liquiditeiten door de speculatieve handel wordt immers afgeremd, wat zal leiden tot een juistere prijs (o.a. SCHULMEISTER, 2009). Het effect van een belasting op financiële transacties is dus vrij ambigu. Ook de bestaande economische literatuur (HEMMELGARN EN NICODÈME, 2012) kan geen eenduidige antwoorden geven of een belasting op financiële transacties volatiliteit doet toenemen of afnemen.

3.2 Bron van inkomsten

Een tweede argument om de belasting op financiële transacties in te voeren is het opbrengen van inkomsten. Volgens de optimale belastingtheorie moet de belasting voldoen aan het efficiëntie- en billijkheids criterium zodanig dat de welvaart zo hoog mogelijk blijft en dat de maatschappelijke kosten van de belasting niet groter zijn dan de opbrengsten. Het is belangrijk dat de belasting zo weinig mogelijk verstoring in de allocatie veroorzaakt zodanig dat er zo weinig mogelijk welvaart verloren gaat. Bovendien heeft de belasting potentieel om vanuit administratief oogpunt aan het efficiëntie criterium te voldoen bij invoering in ruim toepassingsveld, bijvoorbeeld de Europese Unie, en aan een laag belastingtarief. Wanneer de belasting slechts zou worden ingevoerd in enkele lidstaten van de EU is de kans op fiscale ontwijking groter en verliest de belasting aan efficiëntie.

Een belasting op financiële transacties voldoet zoals aangetoond in vorig hoofdstuk niet onmiddellijk aan het billijkheids criterium. Aangezien de belasting geen directe link heeft met inkomens of consumptie, is het effect op de herverdeling onduidelijk. De Europese Commissie (2011b) schrijft in haar impact assessment wel dat de belasting waarschijnlijk progressief zou zijn, aangezien de financiële producten waarop de belasting geheven zou worden voornamelijk aangehouden worden door de mensen met hogere inkomens. Door een gebrek aan gegevens is het echter moeilijk om te bepalen wie uiteindelijk de lasten zal moeten dragen. Veel hangt ervan af of de financiële instellingen de kosten zullen doorrekenen aan hun klanten of niet. Daarnaast zou het ook kunnen dat de belasting op financiële transacties ingevoerd zou worden als alternatief voor andere belastingen. In dit deel zullen we eerst bespreken wat de mogelijke inkomsten kunnen zijn voor de lidstaten van de Europese Unie en vervolgens bespreken we wat de macro-economische kost van deze belasting kan zijn.

3.2.1 Opbrengsten

De Europese Commissie stelt voor om financiële transacties te belasten van partijen gevestigd in een lidstaat van de Europese Unie. De voorgestelde

tarieven zijn 0,01 % voor derivaten en 0,1 % voor andere effecten (aandelen, obligaties,...). Het werkelijke tarief kan hoger dan het nominale tarief uitkomen door het watervaleffect. Dit komt voor als de belasting meerdere malen betaald dient te worden, bijvoorbeeld wanneer een bank een aandeel verkoopt aan een makelaar, die het op zijn beurt verkoopt aan clearing member, die het dan verkoopt aan een centrale clearing instelling, die het opnieuw verkoopt aan een clearing member en dan verkoopt aan een makelaar die het verkoopt aan een andere bank. In dit voorbeeld zal de effectieve belasting oplopen tot 1 % (0,5 % voor de verkoper en 0,5 % voor de aankoper).

De invoering van een belasting op financiële transacties kan substitutie, herlokalisatie en een vermindering van het aantal tussenpartijen en het aantal transacties tot gevolg hebben. Substitutie zal voorkomen wanneer partijen overschakelen van instrumenten die onder de belasting vallen naar instrumenten die niet onder de belasting vallen of van hoog getaxeerde instrumenten naar laag getaxeerde instrumenten. Herlokalisatie zal ontstaan wanneer partijen hun activiteiten verschuiven naar plaatsen die niet onder de belasting vallen. Een vermindering van het aantal tussenpartijen zal een gevolg zijn van het creëren van meer geïntegreerde financiële instituties of het herlokaliseren van financiële instituties buiten de EU. Het aantal financiële transacties zal verminderen omdat de belasting de verwachte winst zal doen afnemen door de impact op de transactiekost.

Om een juiste schatting te kunnen maken van de mogelijke opbrengsten van een invoering van de belasting op de financiële transacties dient rekening gehouden te worden met deze drie effecten. De Europese Commissie gebruikt de volgende formule om een schatting van de opbrengsten te maken:

$$R = \tau \cdot V \cdot E \cdot \left(1 + \frac{\tau}{c}\right)^{\varepsilon}$$

Met R de opbrengsten, τ het tarief van de belasting, V het jaarlijkse transactievolume en E de graad van herlokalisatie en fiscale ontwijking. De variabele c beschrijft de transactiekost in procent van het transactievolume en ε is de elasticiteit die ligt tussen 0 (geen reactie van een verhoging van de belasting op het transactievolume) en -2 (hoge reactie van een verhoging van de belasting op het transactievolume).

De elasticiteit beschrijft het effect van een verhoging van het tarief van de belasting op het transactievolume. Hoe hoger de waarde van de elasticiteit is, hoe meer substitutie er zal zijn en bijgevolg minder opbrengsten. Het is echter heel moeilijk om een juiste waarde te geven aan de elasticiteit en ook in de literatuur worden verschillende waarden geschat afhankelijk van de markt en het soort instrument. Ook is er een verschil in elasticiteit tussen producten die

verhandeld worden op een georganiseerde markt of otc ⁽³⁾ markt. Derivaten hebben een hogere elasticiteit dan aandelen en obligaties. Producten verhandeld op een otc markt hebben doorgaans ook een hogere elasticiteit. De Europese Commissie (2011b) schat in haar impact assessment een elasticiteit van -0,4 voor aandelen en obligaties en -2 voor derivaten.

Ook transactiekosten exclusief belastingen hebben een invloed op de opbrengsten van een belasting. Het invoeren van een belasting zal de transactiekosten doen toenemen. Een invoering van de belasting op financiële transacties zal een groter effect hebben op de inkomsten als de transactiekosten van aandelen en derivaten laag zijn. De gemiddelde transactiekost in procent van het transactievolume voor aandelen en obligaties zou volgens de EC ongeveer 0,06 % zijn. De transactiekost van derivaten (futures en opties) verhandeld zou volgens de EC iets lager liggen dan voor aandelen en obligaties en zou 0,03 % bedragen.

Een derde belangrijke parameter die effect kan hebben op de inkomsten is de graad van herlokalisatie en fiscale ontwijing. Het risico bestaat namelijk dat de belasting omzeild zal worden door bijvoorbeeld het creëren van nieuwe financiële instrumenten die niet onder de belastingbasis vallen. Het risico dat de belasting vermeden zal worden, bestaat er ook in dat sommige transacties verplaatst zullen worden naar markten waar de belasting niet ingevoerd is. De graad van herlokalisatie en ontwijing wordt door de Europese Commissie (2011b) geschat op 15 % voor handel in aandelen en obligaties en 75 % voor handel in derivaten.

De potentiële opbrengsten van de belasting op financiële transacties zullen variëren afhankelijk van de waarden voor de verschillende parameters die hierboven besproken zijn. Ook zullen de opbrengsten afhangen van het volume verhandeld kapitaal op de financiële markten. In 2010 bedroeg de som van de totale waarden van de transacties verhandeld op de Europese beurzen 1.243 biljoen euro ⁽⁴⁾, wat betekent dat zelfs aan een zeer laag tarief belangrijke inkomsten zouden kunnen gegeneerd worden. In de economische literatuur zijn reeds verschillende schattingen gemaakt van de mogelijke opbrengsten voor de EU. Schulmeister (2011) schat dat Europa ongeveer 310 miljard euro kon ophalen in 2010 met een tarief van 0,05 %. McCulloch en Pacillo (2011) vinden daarentegen een schatting van 482 tot 1.631 miljard dollar bij een globale invoering van de belasting voor het jaar 2010. Deze hoge bedragen hebben allicht in ruime mate bijgedragen aan de verdere discussie rond het al dan niet invoeren van een transactiebelasting en tot het ontstaan van het voorstel van de EC. Ook de Europese Commissie (2011b) geeft in haar impact assessment verschillende schattingen weer voor de verschillende parameters. Ze berekent dat de inkomsten voor de EU zullen liggen tussen 10 en 400 miljard euro. Met een daling van de transacties van 15 % voor aandelen en obligaties en van 75 %

3 Over-the-counter-markt.

4 Dit cijfer wordt verdeeld in 7,2 biljoen voor aandelen, 13,4 biljoen voor obligaties, 162,1 biljoen voor transacties op de spot market en 1.059,8 biljoen voor derivaten (Europese Commissie, 2011b).

voor derivaten door herlokalisatie en ontwijking, een elasticiteit van -0,4 voor aandelen en obligaties en -2 voor derivaten, bekomt de EC (2011b, p.45) een opbrengst van 37 miljard euro voor 2011. Dit bedrag stijgt tot 57 miljard euro indien de twee partijen van de transactie worden belast, wat overeenkomt met ongeveer 0,45 % van het bbp van de EU.

3.2.2 Incidentie

De vraag is nu wie deze kosten zal betalen en of deze effectief door de financiële instellingen zullen betaald worden. Er is namelijk vaak een groot verschil tussen de formele belastingbetaler en degene die effectief de economische druk van de belasting draagt. In eerste instantie zal de belasting op financiële transacties voornamelijk een effect hebben op de houders van de financiële instrumenten. Door de hogere transactiekosten zouden de prijzen van effecten enigszins dreigen te dalen in de mate dat potentiële kopers een hogere pre-taks opbrengst zullen vereisen⁵. Op termijn zullen de prijzen zich aanpassen aan de nieuwe belasting. De kosten van de belasting kunnen dus gedragen worden door de financiële sector zelf, door bedrijven of de overheid door hogere kapitaalkosten of door de finale consumenten door hogere kosten voor financiële diensten. Bedrijven bijvoorbeeld kunnen de belasting afwentelen op klanten door hogere outputprijzen of op leveranciers door lagere inputprijzen te vragen. Zo stellen sommigen (o.a. WAGNER et al, 2012 en WATERS, 2012) dat de belasting voornamelijk zal vallen op de spaarders, de gepensioneerden en de lange-termijn investeerders in plaats van op de financiële instellingen zelf. Wagner, Smith en Rigby (2012) schatten in hun studie dat de invoering van een FTT het volume van transacties met zeer mobiele tegenpartijen, zoals banken en hedgefonds, zal doen afnemen met 75 % door migratie naar buiten de EU, terwijl de gewone spaarders en vennootschappen slechts 30 % van het volume zullen kunnen herlokalisieren buiten de EU.

De druk van de belasting op financiële transacties zal ook afhangen van de schaal van de belasting. Bij een invoering van een belasting op kapitaal in een kleine open economie zullen de investeerders meer aangespoord worden om kapitaal te verhandelen in het buitenland. In combinatie met een vrije kapitaalmarkt zal er met andere woorden veel uitstroom van kapitaal naar het buitenland zijn, wat het marginaal product van arbeid zal verminderen en dus ook de lonen. Een kleine open economie zal bijgevolg alle last van de belasting dragen. Bij een wereldwijde invoering of een invoering in een groot economisch gebied zoals de EU van de belasting zullen veel minder ontwijkingseffecten ontstaan. De belasting zal bijgevolg meer door het kapitaal of de financiële sector zelf worden gedragen (CPB, 2012).

5 Afhankelijk van de elasticiteit van de producten; we hebben in vorig hoofdstuk wel gezien dat financiële producten meestal een vrij hoge elasticiteit hebben, zodat we ervan kunnen uitgaan dat de prijzen zullen dalen door hogere transactiekosten.

3.2.3 Macro-economische kost

Het bepalen van de macro-economische kost van de belasting op financiële transacties is niet eenvoudig aangezien er geen studies bestaan die het directe effect van de belasting meten. We zullen ons daarom baseren op het effect van de belasting op financiële transacties op de kost van kapitaal. Hieruit kunnen we dan afleiden wat het effect op het bbp kan zijn. Verder kunnen we ook bekijken wat het effect van de belasting is op enkele variabelen, zoals het volume verhandeld kapitaal, prijzen en volatiliteit van de financiële markten en vervolgens kijken wat de impact van deze variabelen is op macro-economische variabelen zoals output en investeringen.

3.2.3.1 Effect op kost van kapitaal

Zoals reeds gezegd in vorige hoofdstukken zal een belasting op financiële transacties de transactiekost doen toenemen, wat allicht zal leiden tot een daling van de prijzen van effecten gezien de hoge elasticiteit van financiële producten. Dit zal de kost van kapitaal voor bedrijven die deze effecten uitbrengen doen toenemen, wat op zijn beurt leidt tot lagere investeringen op macro-economisch niveau. Matheson (2011) schat dat een belasting op financiële transacties met een tarief van 0,1 % de kost van kapitaal zou doen toenemen met 0,4 procentpunten voor een gemiddelde aanhoudingsperiode van 3 maanden. Dit effect wordt slechts 0,01 procentpunten bij een aanhoudingsperiode van 10 jaar. Het verhogen van de transactiekost zal ook de gemiddelde aanhoudingsperiode van een effect vergroten (Umlauf, 1993). Dit doet het effect van een hogere kost van kapitaal deels teniet. Verder zal een deel van de effecten en schuldbewijzen van bedrijven niet verhandeld worden. Veel hangt dus af van de snelheid waarmee producten verhandeld worden en dit is afhankelijk van markt tot markt. CPB (2012) schat bijvoorbeeld dat het effect op de kost van kapitaal bij een belasting op financiële transacties met een tarief van 0,1 % ligt tussen 0,15 en 0,30 procentpunten. Dit zal volgens het CPB resulteren in een vermindering van het bbp met ongeveer 0,4 % tot 1,2 % en een stijging van de werkloosheid met 0 % tot 0,5 % (CPB, 2012).

3.2.3.2 Effect op verhandeld kapitaal, prijzen en volatiliteit

Een tweede benadering om de macro-economische kost van de belasting op financiële transacties te meten, is na te gaan wat de veranderingen zijn van het verhandelde volume, de prijzen en de volatiliteit en wat de impact van deze variabelen is op het bbp en investeringen. De empirische literatuur heeft aangetoond dat verhandelde volumes zullen dalen bij een introductie van een belasting op financiële transacties door de stijgende transactiekosten. Een stijging van de transactiekost met 1 % zal de omzet doen dalen tussen 0,25 %

en 1,65 %. Een transactiebelasting zal vooral hogere transactiekosten veroorzaken in de markt van derivaten in vergelijking met aandelen en obligaties markten (o.a. McCulloch en Pacillo, 2011). Bij gelijke tarieven zal de belasting dus vooral handel in derivaten afremmen.

In hun studie stellen McCulloch en Pacillo (2011) dat het verhandelde volume een effect zal hebben op de liquiditeit van de financiële markten. Een dalend transactievolume zal zorgen voor minder liquiditeit op de markten, wat een negatief effect heeft op de rendementen van de effecten. Ook Naes, Skjeltorp and Odegaard (2011) onderzoeken wat de impact is van transactiekosten en verhandelde volumes op macro-economische variabelen zoals de groei van het bbp. Hun bevindingen tonen aan dat stijgende transactiekosten en verminderde volumes verhandeld kapitaal wel degelijk een negatief effect kunnen hebben de groei van het bbp. Wagner, Smith en Rigby (2012) komen in hun studie tot de conclusie dat een dalend transactievolume en een vermindering van handel kunnen leiden tot een hogere bid-ask spread ⁽⁶⁾, wat zorgt voor meer kosten voor de economie. We kunnen dus concluderen dat dalende transactievolumes door de stijgende transactiekosten wel degelijk een effect zullen hebben op de liquiditeit, maar het is niet helemaal duidelijk hoe groot dit effect zal zijn. In hun paper kijken Darvas en Von Weizsäcker (2011) naar de verhouding van de omzet van handel tegenover marktkapitalisatie om de liquiditeit weer te geven en stellen dat landen met transactiebelastingen niet per se een lagere liquiditeit op de financiële markten hebben. Andere factoren zullen vaak meer bepalend zijn hiervoor, bijvoorbeeld de grootte van schokken en hoe de markten deze absorberen.

Belastingen op financiële transacties kunnen ook een effect hebben op de volatiliteit van de financiële markten. Zoals reeds gezegd in vorig hoofdstuk is er geen eenduidige verklaring wat het effect van een introductie van een transactiebelasting op de volatiliteit zal zijn. De volatiliteit kan in principe stijgen of dalen. Als we uitgaan van een stijgende volatiliteit is het nuttig te bekijken wat het effect hiervan zal zijn op de reële economische activiteit. Gilchrist, Sim en Zakrajsek (2010) stellen in hun studie een model op dat het effect van financiële markten nagaat op de reële economie. Hun bevinding is dat een stijging van volatiliteit met één standaardafwijking, de groei van het bbp met 0,2 procentpunten doet dalen na drie kwartalen. Ook zal volatiliteit een negatief effect hebben op de kredietverlening in de economie. Gilchrist, Sim en Zakrajsek (2010) nemen de spread tussen obligaties van bedrijven en overheidsobligaties om de voorwaarden van de kredietverlening voor te stellen. Ze vinden dat een stijging van de volatiliteit met één standaardafwijking, de spread doet toenemen met 8 basispunten en de groei van investeringen doet afnemen met ongeveer 0,8 procentpunten. Een dalende volatiliteit zou omgekeerd eerder een positieve impact op de reële economie hebben, maar hierover bestaan geen studies.

6 Een bid-ask spread is het verschil tussen de 'bied'- en 'laat'-prijs van financiële instrumenten. Een liquide markt wordt gekenmerkt door een lage bid-ask spread en is dus voordelig voor beleggers.

We kunnen besluiten dat een introductie van een belasting op financiële transacties vermoedelijk wel negatieve effecten zal hebben op de reële economische activiteit. De investeringen zullen afnemen door een hogere kost van kapitaal en lagere transactievolumes zullen waarschijnlijk zorgen voor minder liquiditeit op de financiële markten. Daarnaast bestaat de kans dat er meer volatiliteit op de financiële markten zal zijn door de dalende liquiditeit. Bijgevolg kan de werkloosheid toenemen en de groei van het bbp zal afnemen. We mogen echter niet vergeten dat een belasting bijna altijd negatieve effecten zal hebben op de reële economie. Het is dus nodig te onderzoeken hoe groot de negatieve effecten zullen zijn en of deze opwegen tegen de voordelen (opbrengsten) ervan.

3.2.4 Schatting macro-economische kosten Europese Commissie

Het precieze effect van de belasting is echter zeer moeilijk te schatten. De Europese Commissie heeft getracht in haar impact assessment (2011b) zelf ook een schatting te maken van de macro-economische kost op basis van een algemeen evenwichtsmodel. Het model bevat enkel een belasting op transacties in aandelen en obligaties. Transacties in derivaten werden uit het model gelaten omdat deze moeilijk te modelleren zijn. Het belangrijkste resultaat van het model is dat een belasting tegen een tarief van 0,1 %, het bbp zou doen afnemen met 1,76 % en de werkgelegenheid met 0,20 %. Het model lijdt wel aan enkele imperfecties, waarvan de belangrijkste zijn dat het gaat om een gesloten economie en waar bedrijven verplicht zijn zich volledig te financieren met instrumenten die aan de belasting onderhevig zijn. De Europese Commissie voegt daarom enkele coëfficiënten toe die corrigeren voor de imperfecties, wat de kost doet verminderen tot -0,53 % van het bbp. De EC heeft recent nog een nieuwe schatting gemaakt van de macro-economische kosten met realistischere assumpties over de financiering van investeringen van bedrijven (LENDVAI EN RACIBORSKI, 2012). In het nieuwe model wordt rekening gehouden met het feit dat bedrijven zich voornamelijk financieren via bankleningen en eigen winsten en maar voor een kleiner deel via instrumenten zoals aandelen en obligaties die aan de belasting onderhevig zijn. Dit realistischere model geeft een lagere schatting voor de kost van een belasting op financiële transacties, nl. -0,2 % van het bbp. Deze resultaten komen ongeveer overeen met de berekeningen van het CPB (2012), maar zijn volgens anderen te optimistisch (o.a. OXERA, 2011) of te pessimistisch (GRIFFITH-JONES EN PERSAUD, 2012).

Volgens de denktank Oxera baseert de EC zich om de macro-economische kost te berekenen op assumpties die niet allemaal geldig zijn. Ook zijn een aantal additionele effecten over het hoofd gezien volgens Oxera. Zo houdt de EC bijvoorbeeld geen rekening met de assumptie van een open economie. De mogelijkheid dat financiële diensten en kapitaal zich zullen vestigen buiten de EU maakt de economische impact zeer onzeker. Ook gaat de EC er van uit dat een daling van de speculatieve handel in de EU de macro-economische kost zal doen dalen terwijl dat niet bewezen is in de empirische literatuur. Oxera stelt

ook dat de EC de last van de belasting niet correct in rekening heeft gebracht in haar impact assessment. De last van de belasting zal namelijk vooral vallen op de investeerders en bedrijven. Investeerders zullen daarom meer geneigd zijn te investeren in activiteiten buiten de EU. Naar het oordeel van de denktank worden deze negatieve effecten niet voldoende gevat in het impact assessment van de EC.

Volgens een studie gemaakt voor de sociaal democratische groep van het Europese Parlement (GRIFFITH-JONES en PERSAUD, 2012) houdt de EC net te weinig rekening met de positieve effecten van een belasting op financiële transacties, die de negatieve effecten zouden compenseren. De impact van de belasting zou volgens hen zelfs positief zijn, nl. 0,25 % van het bbp. Ze stellen twee alternatieve manieren voor om de impact van de belasting op de groei van het bbp te schatten waarbij rekening gehouden wordt met de positieve effecten van de belasting. De eerste manier is om de belasting te beschouwen in een context van budgettaire neutraliteit, wat betekent dat de belasting een andere belasting zou vervangen. De andere oude belasting heeft zelf ook negatieve effecten op de groei van het bbp gehad. De geschatte impact van de nieuwe belasting zou dus het verschil zijn tussen de negatieve effecten van de oude belasting en de negatieve effecten van de nieuwe. Als de belasting op financiële transacties meer progressief zou zijn dan de andere belasting, zou dit kunnen leiden tot een uitbreiding van de consumptie, wat positief is voor de groei van het bbp. Bij de tweede manier om de impact te schatten wordt rekening gehouden met de toenemende overheidsinvesteringen door de stijgende inkomsten van de belasting. Deze zullen korte termijn positieve effecten (toenemende vraag) en lange termijn positieve effecten (meer aanbod) hebben op de groei van het bbp. Indien de belastingopbrengsten worden gebruikt voor het saneren van de begroting, wat in deze tijd toch zeer nuttig kan zijn, zal de kost om de overheidsschulden te herfinancieren afnemen, wat opnieuw positieve effecten heeft op de reële economie. Deze positieve effecten moeten dan vergeleken worden met de negatieve effecten van de belasting.

4 Macro-economische kost en opbrengsten voor de Belgische Staat

4.1 Schatting potentiële opbrengsten

De opbrengsten uit een belasting op financiële transacties schatten is moeilijk en zal gepaard gaan met een hoge graad van onzekerheid. Veel hangt namelijk af van gedragsveranderingen op de belasting die zeer moeilijk te voorspellen zijn. De cijfers dienen dus als mogelijke ordegrotten beschouwd te worden.

In een studie van Shulmeister, Schratzenstaller en Picek (2008) worden de potentiële opbrengsten voor België bij een invoering van de belasting op financiële transacties aan een tarief van 0,1 % geschat op 3,3 miljard euro voor het jaar 2006. De Europese Commissie (2010) schat de opbrengsten voor België op 1,4 % van de totale opbrengsten voor de EU of 800 miljoen als we de laatste schatting van 57 miljard euro voor de EU nemen. Wel dient opgemerkt te worden dat deze schattingen voor de potentiële opbrengsten voor België berekend zijn op basis van de plaats van de transactie en niet op basis van het woonplaatsbeginsel van de partijen. De huidige statistieken voor financiële transacties zijn immers opgesteld volgens de plaats van de transactie en niet volgens de woonplaats van de betrokken intermediairs zoals in het FTT voorstel van de Europese Commissie.

Onderstaande tabel (1) toont de omzet van de verschillende instrumenten op de beurs van Brussel op de secundaire markt (Euronext Brussel). De omzet van aandelen, obligaties, trackers, warrants en certificaten steeg in 2006 van 124 miljard euro naar 174 miljard euro, daalde terug tot 141 miljard euro in 2008 en verder tot 82 miljard euro in 2011. Alle transacties tussen aan- en verkopers zijn enkel geteld. De onderliggende notionele waarde van opties en futures verhandeld op de Euronext Brussel steeg van 29 miljard euro naar 31 miljard euro in 2007 en daalde daarna terug tot slechts 4 miljard euro in 2011.

Tabel 1: Omzet Euronext Brussel (in miljoenen euro's)

	Aandelen, obligaties, trackers, warrants en certificaten	Opties en futures
2006	124.177	28.828
2007	173.580	30.883
2008	141.088	21.306
2009	88.206	8.367
2010	82.100	7.153
2011	81.557	3.945

Bron: Euronext

Deze cijfers geven de omzet van de verhandelde instrumenten (aandelen, obligaties en derivaten) weer op de georganiseerde markt. Cijfers voor otc handel van derivaten en van foreign exchange swaps en outright forward voor België zijn te vinden via de "Triennial Central Bank Survey" georganiseerd door de Bank for International Settlements (BIS). Deze Survey wordt slecht om de drie jaar georganiseerd met de laatste keer in april 2010. We beschikken dus over cijfers voor de jaren 2007 en 2010. In de Survey wordt de gemiddelde omzet per dag voor de maand april weergegeven. We bekomen de jaarlijkse volumes door de dagelijkse gemiddelden te vermenigvuldigen met 250 (benchmark voor het aantal dagen per jaar waarop gehandeld wordt). Onderstaande tabel (2) geeft de cijfers weer.

Tabel 2: Omzet in België van OTC handel in derivaten en foreign exchange (in miljoenen)

OTC, Foreign Exchange	
2007	14.325.000
2010	8.500.000

Bron: BIS

We zullen nu zelf trachten de opbrengsten te schatten voor België aan de hand van de formule gebruikt door de Europese Commissie. We zullen uitgaan van verschillende hypothesen voor elasticiteiten en belastingtarieven. Eerst maken we een schatting van de opbrengsten voor transacties in aandelen en obligaties (tabel 3). De EC stelt een tarief van 0,1 % voor op de waarde van de aandelen. De effectieve belasting zal hoger liggen door het watervaleffect, wat in vorig hoofdstuk is uitgelegd. De effectieve belasting zal bijgevolg liggen tussen 0,2 en 0,4 %. De inkrimping van de markt wordt bepaald door de coëfficiënten voor elasticiteit. Voor aandelen en obligaties nemen we elasticiteiten die schommelen tussen 0 en -1. Daarnaast is er nog de fiscale ontwijking van gemiddeld 15 %. In tabel 3 zien we dat de geschatte opbrengsten schommelen tussen 149 en 496,7 miljoen euro in 2006 afhankelijk van het effectieve tarief en de elasticiteit. In 2010 schommelen de inkomsten tussen 98,5 en 328,4 miljoen euro en in 2011 tussen 97,9 en 326,2 miljoen euro.

Tabel 3: Hypothetische opbrengsten voor België voor aandelen en obligaties verhandeld op de Euronext Brussel in miljoen EUR)

	Tarief 0,2%			Tarief 0,3%			Tarief 0,4%		
	$\epsilon = 0$	$\epsilon = -0,5$	$\epsilon = -1$	$\epsilon = 0$	$\epsilon = -0,5$	$\epsilon = -1$	$\epsilon = 0$	$\epsilon = -0,5$	$\epsilon = -1$
2006	248,4	192,4	149,0	372,5	263,4	186,3	496,7	325,2	212,9
2007	347,2	268,9	208,3	520,7	368,2	260,4	694,3	454,5	297,6
2008	282,2	218,6	169,3	423,3	299,3	211,6	564,4	369,5	241,9
2009	176,4	136,6	105,8	264,6	187,1	132,3	352,8	231,0	151,2
2010	164,2	127,2	98,5	246,3	174,2	123,2	328,4	215,0	140,7
2011	163,1	126,3	97,9	244,7	173,0	122,3	326,2	213,6	139,8

Transactiekost 0,3%

Ten tweede maken we een schatting van de opbrengsten voor transacties in opties en futures (tabel 4). De EC stelt een belasting voor van 0,01 % op de notionele waarde. Ook hier zal de effectieve belasting hoger liggen en tussen 0,02 % en 0,04 % bedragen. De elasticiteiten zullen voor deze producten hoger liggen en zullen schommelen tussen -1 en -2. De graad van fiscale ontwijking voor deze producten is gemiddeld 75 %. De geschatte opbrengsten schommelden in 2006 tussen 3,49 en 7,34 miljoen euro. In 2010 schommelden ze tussen 0,87 miljoen en 1,82 miljoen euro en in 2011 tussen 0,48 en 1 miljoen euro.

Tabel 4: Hypothetische opbrengsten voor België voor futures en opties verhandeld op de Euronext Brussel (in miljoen EUR)

	Tarief 0,02%			Tarief 0,03%			Tarief 0,04%		
	$\epsilon = -1$	$\epsilon = -1,5$	$\epsilon = -2$	$\epsilon = -1$	$\epsilon = -1,5$	$\epsilon = -2$	$\epsilon = -1$	$\epsilon = -1,5$	$\epsilon = -2$
2006	4,48	3,95	3,49	6,05	5,07	4,24	7,34	5,85	4,67
2007	4,80	4,24	3,74	6,49	5,43	4,54	7,86	6,27	5,00
2008	3,31	2,92	2,58	4,47	3,74	3,13	5,42	4,33	3,45
2009	1,30	1,15	1,01	1,76	1,47	1,23	2,13	1,70	1,36
2010	1,11	0,98	0,87	1,50	1,26	1,05	1,82	1,45	1,16
2011	0,61	0,54	0,48	0,83	0,69	0,58	1,00	0,80	0,64

Transactiekost 0,07%

Tenslotte maken we een schatting van de opbrengsten voor transacties op de otc markt en foreign exchange (tabel 5). Het voorgestelde tarief van de EC ligt op 0,01 %; wat een effectieve belasting geeft tussen 0,02 tot 0,04 %. De elasticiteiten zijn hier ook vrij hoog en schommelen tussen -1 en -2 en de graad van fiscale ontwijking bedraagt opnieuw gemiddeld 75 %. In 2007 schommelden de potentiële inkomsten tussen 884,3 miljoen en 2203,8 miljoen euro. In 2010 schommelden ze tussen 524,7 miljoen en 1.307,7 miljoen euro. De otc handel en foreign exchange brengen dus potentieel veruit het meeste geld op.

Tabel 5: Hypothetische opbrengst voor België voor effecten verhandeld op de OTC markt en foreign exchange (in miljoen EUR)

	Tarief 0,02%			Tarief 0,03%			Tarief 0,04%		
	$\epsilon = -1$	$\epsilon = -1,5$	$\epsilon = -2$	$\epsilon = -1$	$\epsilon = -1,5$	$\epsilon = -2$	$\epsilon = -1$	$\epsilon = -1,5$	$\epsilon = -2$
2007	1.591,7	1.186,4	847,6	1.953,4	1.317,0	884,3	2.203,8	1.366,8	887,9
2010	944,4	703,9	524,7	1.159,1	781,5	549,7	1.307,7	811,0	600,6

Transactiekost 0,025%

De totale inkomsten voor 2010 liggen derhalve tussen 624 miljoen euro en 1.637,5 miljoen euro, ofwel tussen 0,18 % en 0,48 % van het bbp.

Het Centraal Planbureau in Nederland (CPB, 2012) schat de potentiële inkomsten voor Nederland tussen 1,1 en 2,2 miljard euro of tussen 0,2 % en 0,4 % van het bbp. Zij passen voor hun schattingen ook dezelfde methode toe gehanteerd door de EC in hun Impact Assessment.

Een andere benadering om de inkomsten te ramen van de belasting op financiële transacties is nagaan wat het Belgische aandeel is in de ontvangsten van de belasting in de EU. We veronderstellen dat dit ongeveer even groot zal zijn als het Belgische aandeel in het totaal van de financiële sector assets, dit is 2,69 % (tabel 6). De inkomsten voor België zouden dus ongeveer 2,69 % bedragen van de inkomsten van de EU. In haar laatste raming schat de EC de inkomsten voor de EU ongeveer op 57 miljard euro. De opbrengsten voor België zouden dan ongeveer rond de 1,5 miljard euro liggen ofwel 0,4 % van het bbp. Deze uitkomst ligt aan de bovenkant van de hiervoor voor België berekende vork.

Tabel 6: Financiële sector assets

	Banken	Verzekeraars	Pensioen-fondsen	% van totale financiële sector assets	% van 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 %	0.17 %	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 %
Slovakije	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 %
Engeland	16.36 %	3.17 %	2.46 %	21.99 %	13.82 %

Bron: ECB, Eurostat

4.2 Hoe beurstaks combineren met voorstel EC?

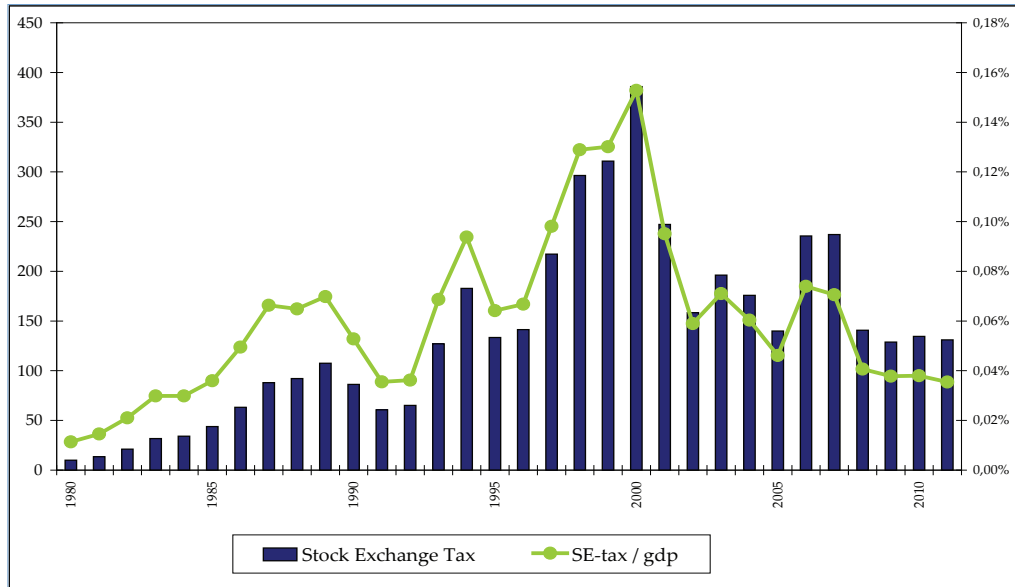
De belasting op beursverrichtingen wordt geheven op aan- en verkoopverrichtingen van openbare fondsen met tussenkomst van een in België gevestigde "professionele tussenpersoon", bv. een bankier of beursvennootschap. Primaire markttransacties zijn vrijgesteld van de belasting sinds 2004. De transacties in effecten van de Belgische openbare schuld, obligaties van vennootschappen en deelbewijzen van fondsen werden tot eind 2011 belast tegen een tarief van 0,07 %. Transacties in alle andere instrumenten, zoals aandelen en

warrants, werden belast tegen een tarief van 0,17 %. Voor beide tarieven gold een maximum van 500 EUR. Daarnaast bestond er nog een tarief van 0,50 % op de aan- en verkoopverrichtingen van kapitalisatieaandelen van beleggingsvennootschappen met een maximum van 750 EUR. De belasting is dus voornamelijk gericht op de kleinere transacties aangezien door de limiet op de belasting institutionele en professionele partijen de facto weinig belasting betalen en de transacties van grote omvang vaak zijn vrijgesteld. De belasting treft dus vooral de natuurlijke personen, verenigingen en gewone vennootschappen (FISCAAL MEMENTO, 2011).

De belasting op beursverrichtingen bracht in 2010 134 miljoen EUR op en in 2011 131 miljoen, ofwel 0,04 % van het bbp (zie grafiek 1). Sinds 1 januari 2012 zijn de tarieven en maximumwaarden met 30 % omhoog gegaan. Transacties in effecten van openbare schuld en obligaties werden van dan af belast tegen 0,09 % met een maximumbedrag van 650 EUR. Het tarief voor aandelen en warrants is op 1 augustus 2012 nog eens verhoogd en bedraagt nu 0,25 % met een maximumbedrag aan 740 EUR. Beleggers in aandelenfondsen met een kapitalisatie krijgen te maken met een hogere beurstaks als ze het fonds verkopen. Vanaf 1 januari 2012 bedroeg het tarief 0,65 % in plaats van 0,50 %, met een maximum van 975 euro. Op 1 augustus 2012 werd het opgetrokken tot 1 %, met een plafond van 1500 euro (BELGISCH STAATSBAD, Wet van 22 juni 2012 houdende diverse bepalingen).

In dit deel worden de belangrijkste verschillen tussen de beurstaks in België en het voorstel van de EC over de belasting op financiële transacties voorgesteld. De beurstaks is in de jaren '90 als gevolg van een aantal hervormingen herleid tot een lokale belasting toepasselijk op lokale investeerders en beleggers. De FTT daarentegen heeft een uitgesproken internationale roeping en strekking, zoals beschreven in het voorstel van de EC om de FTT in te voeren in alle lidstaten van de EU. De opbrengst van de beurstaks is vrij volatiel over de jaren heen en lijkt voornamelijk te fluctueren met de manier waarop de economie en de aantrekkelijkheid van de beurs evolueren, zowel voor ondernemingen als spaarders en beleggers (zie grafiek). Voor de FTT liggen de verwachtingen op een ander en hoger niveau (zie hoofdstuk potentiële opbrengsten van de FTT). Een deel van de opbrengst zou rechtstreeks ten goede komen van de EU die daarmee eigen budgettaire middelen zou verwerven.

Grafiek 1: Belastingopbrengst Belgische beurstaks (in mln euro en % van het bbp)



In onderstaand schema (tabel 7) doen we een poging om de belangrijkste karakteristieken en verschillen weer te geven tussen de FTT van de EC en de Belgische beurstaks anno 2012.

Tabel 7: Karakteristieken en verschillen beurstaks en FTT

	Belgische Beurstaks anno 1/08/2012	EU Commissie FTT (voorstel)
Jaarlijks inkomen	ong 200 miljoen (hoge volatiliteit)	57 miljard (geschat) voor de EU
Bestemming	BE budget	EU/ nationale budgetten
Scope	Openbare effecten en fondsen (verhandelbaar op publieke markt)	alle effecten en derivaten, inclusief verhandeld op OTC markt
Vrijstellingen	Primaire markt, OTC, opties en futures, kredieten, exchange en betaling	Primaire markt, kredieten, exchange en betaling
Territoriale dekking	Aankoop of verkoop in België	EU
Incidentie	Belgische bedrijven en inwoners professionele operatoren en niet-inwoners niet onderworpen	Alle partijen betrokken in de transacties (EU-inwoners), behalve centrale banken
Belastingbasis	Bruto verkoopprijs + bruto aankoopprijs (twee keer belast per transactie)	Marktwaarde of notionele waarde voor derivaten (twee keer per transactie)
Tarief	0,09%, 0,25%, 1% afhankelijk van het type effect en operatie	min. 0,1% (andere dan derivaten) min. 0,01% (derivaten)
Maximum belasting	Ja per transactie max. belasting 650 à 1.500 EUR, afhankelijk van instrument	Nee
Opmerking	Invoering van een Europese FTT zou het behoud van soortgelijke nationale belastingen verbieden (TOB/beurstaks zou dan geïntegreerd moeten worden)	

Bron: eigen vergelijking

Het grootste verschil tussen de twee belastingen is de omvang van de belastingbasis. De FTT zou geheven worden op transacties van aandelen, obligaties en derivaten, wat tegelijkertijd ruimer en meer restrictief is dan de belastingbasis van de Belgische beurstaks. De belastingbasis van de FTT is

ruimer aangezien ze ook transacties van derivaten belast, maar restrictiever omdat de FTT enkel aandelen en obligaties viseert terwijl de beurstaks alle openbare effecten en fondsen betreft. Daarnaast wordt de FTT ook geheven op de producten verhandeld op de otc markt terwijl de beurstaks enkel gericht is op de georganiseerde markt.

Een tweede verschil tussen alle vormen zijn de tarieven. Het tarief van de FTT voor handel in aandelen is 0,1 % tegenover 0,25 % wat het tarief van de beurstaks is voor eenzelfde transactie. Hiertegenover staat wel dat de beurstaks werkt met maximumbedragen voor de belasting, terwijl bij de FTT deze maxima niet voorkomen.

Een derde verschil zit in de toepassingsbasis van de belasting. De FTT zou worden geheven volgens het woonplaatsbeginsel van de participanten van de transactie, de beurstaks daarentegen wordt enkel toegepast op de lokale spaarders en ondernemingen via een financiële tussenpersoon. Daarbij is het ook zo dat de FTT van toepassing zou zijn onafhankelijk van welke partijen betrokken zijn bij de transactie (particulieren, ondernemingen, professionele investeerders, ...). De beurstaks is in principe enkel van toepassing op niet-professionele investeerders (particulieren en ondernemingen). De institutionele en professionele partijen zijn meestal vrijgesteld.

Wanneer het voorstel van de FTT van de Europese Commissie ingevoerd zou worden, zal de bestaande beurstaks in België ofwel geïntegreerd moeten worden in de Europese FTT om economische verstoringen te minimaliseren ofwel mits enkele aanpassingen complementair kunnen bestaan naast de FTT. Mede gezien niet alle modaliteiten van de FTT reeds gekend zijn, is verder onderzoek nodig om te weten welk scenario verkieslijk is.

Bij het eerste scenario waar de beurstaks volledig geïntegreerd zal worden in de Europese belasting, zal de belastingbasis uitgebreid moeten worden met naast aandelen en obligaties, ook derivaten zowel op georganiseerde markten als otc. Verder zullen de verrichtingen (van kapitalisatieaandelen) van beleggingsvennootschappen waarschijnlijk niet langer belast worden of zal de belasting aangepast moeten worden voor deze groep aangezien de FTT hier niet van toepassing op is. De tarieven van de beurstaks zullen aangepast moeten worden aan het Europese tarief. Verder zullen alle partijen, ook institutionele en professionele, onder de belasting vallen. Het is namelijk belangrijk dat indien de FTT ingevoerd zou worden in de EU, de harmonisatie tussen alle landen zo groot mogelijk wordt om fiscale concurrentie tussen de landen zo beperkt mogelijk te houden.

Bij het tweede scenario waar de Belgische beurstaks zal blijven bestaan naast de Europese FTT, zullen enkele aanpassingen nodig zijn om de Belgische beurstaks en de Europese FTT complementair te maken zodat hun toepassingsgebied duidelijk

gescheiden is. Zo zal de beurstaks voornamelijk gericht moeten blijven op de kleine spaarders en investeerders, terwijl de FTT zich voornamelijk zal richten op de financiële instellingen en grote ondernemingen. De Belgische beurstaks zal de transacties van kapitalisatieaandelen van beleggingsvennootschappen kunnen blijven belasten, wat toch een groot deel van de inkomsten uitmaakt.

5 Alternatieven voor een belasting op financiële transacties

Een belasting op financiële transacties zou dus kunnen dienen voor twee doelstellingen, nl. het corrigeren voor marktfalingen en het opbrengen van inkomsten. Voor de eerste doelstelling zou een belasting op financiële transacties kunnen gebruikt worden om een prijs te zetten op de negatieve externaliteiten in het financiële systeem, zoals het onderschatten van het systemisch risico en schadelijke speculatieve handel. We hebben aangetoond dat de belasting waarschijnlijk niet de beste manier zal zijn om te corrigeren voor deze externaliteiten. De belasting zal effectiever zijn wanneer ze meer gericht zou zijn op het verminderen van de creatie van het systemisch risico. Verder kan de belasting wel een mogelijkheid zijn om speculatie op korte termijn af te remmen indien fiscale ontwijking zo min mogelijk is. Verschillende studies hebben echter aangetoond dat er waarschijnlijk wel betere alternatieven zijn om speculatie af te remmen.

De tweede doelstelling is het opbrengen van inkomsten uit de activiteiten van financiële instellingen. Nieuwe belastingen zullen meestal een verstoring effect hebben op de economische beslissingen, wat in de afwezigheid van externaliteiten niet gunstig is. De uitdaging is om belastingen te heffen die zo weinig mogelijk verstoring zijn en toch zoveel mogelijk inkomsten opbrengen. In dit geval zal een belasting op financiële transacties waarschijnlijk minder geschikt zijn omdat zij geheven wordt op een deel van de inputs in het financiële productieproces. Bijgevolg zou zij de prijsvorming van producten verstoren en daardoor de beslissingen in de financiële sector kunnen verstoren. Dit zou positieve effecten kunnen hebben op de financiële sector als het de korte termijn schadelijke speculatieve handel zou doen afnemen. In de literatuur is hier echter geen eenduidig antwoord over en zijn de meesten van mening dat er negatieve effecten zullen zijn op de reële economie.

Een andere motivatie om een belasting op financiële transacties in te voeren is dat de nieuwe belasting zou kunnen corrigeren voor bestaande verstoringen in het huidige belastingsysteem. In de financiële sector denken we aan twee verstoringen die er bestaan door het huidige belastingsysteem (KEEN, 2011). Een eerste bestaande verstoring is dat banken zijn vrijgesteld van belasting over de toegevoegde waarde (btw). Er wordt geen btw geheven op de diensten van banken. Dit maakt de btw niet neutraal tegenover de verschillende inputs (financiële en niet-financiële) van het productieproces van andere bedrijven en deze niet-neutraliteit kan de efficiëntie verstoren. Aangezien banken de btw die zij betaald hebben op de inputs die ze gebruiken zelf niet kunnen terugvorderen, zullen ze die doorrekenen in hun prijzen. Hierdoor zullen bedrijven te veel belast worden⁽⁷⁾ voor financiële diensten in vergelijking met andere inputs. Eindgebruikers daarentegen zullen net te weinig belast zijn omdat ze geen

7 Bedrijven kunnen normaal hun betaalde btw-afrekken, maar in dit geval niet aangezien ze geen belastingkredieten ontvangen voor de aankoop van financiële diensten.

belasting betalen op de toegevoegde waarde van de financiële sector zelf. Keen (2011) stelt dat het tweede effect het eerste zal domineren, waardoor de niet-neutraliteit van de btw ervoor zou kunnen zorgen dat de diensten van de financiële sector te groot worden. Een optie om dit op te lossen is het huidige systeem van de btw-vrijstelling te verlaten. Een andere optie is de zogenaamde belasting op financiële activiteiten (FAT), een sectorspecifieke belasting die bedoeld is om de toegevoegde waarde van de financiële activiteiten te belasten (IMF, 2010).

Een tweede bestaande verstoring is dat er andere regels gelden inzake fiscaliteit voor de financiering met schulden en de financiering met eigen vermogen. In het huidige belastingstelsel is het fiscaal regime meestal gunstiger voor financiering met schulden dan financiering met eigen vermogen (bijvoorbeeld aftrekbaarheid van interestbetalingen). Hierdoor is de incentive vaak groter om meer schulden aan te gaan. De Mooij en Keen (2011) hebben echter aangetoond dat een crisis sterker en langduriger is wanneer een economie en vooral de financiële sector te veel gebaseerd is op hoge schulden (hoge leverage). Een mogelijkheid zou dus zijn om het fiscaal regime aan te passen en de financiering met eigen vermogen fiscaal even gunstig of zelfs gunstiger te maken. Een voorbeeld hiervan is de notionele interestaftrek voor bedrijven, die als bedoeling heeft de financiering met eigen vermogen aan te moedigen. Empirisch onderzoek heeft aangetoond dat belastingen wel degelijk een effect kunnen hebben op de balansen van banken (De Mooij en Keen, 2011).

We kunnen dus besluiten dat er waarschijnlijk andere alternatieven voor een belasting op financiële transacties bestaan die op een efficiëntere manier de doelstellingen kunnen volbrengen. Hieronder worden twee alternatieve belastingen besproken, nl. de belasting op financiële activiteiten en de multilaterale belasting op financiële transacties.

Een belasting op financiële activiteiten (FAT) wordt geheven op de som van de winsten en verloningen van financiële instellingen en zou belangrijke inkomsten kunnen opbrengen. De belasting zou naargelang verschillende definities van winst en verloning die vervat zitten in de belastingbasis kunnen voldoen aan verschillende doelstellingen. Zo kan de belasting op financiële activiteiten dienen om met inkomsten uit de financiële sector vroegere en mogelijke toekomstige bailouts te betalen. Daarnaast zou de belasting kunnen dienen als een vervanging voor de belasting op de toegevoegde waarde voor financiële diensten. Verder zou de belasting kunnen compenseren voor andere vormen van onderbelasting - impliciete subsidiëring van de financiële sector. De belasting zou ook de grootte van de financiële sector kunnen inperken en kunnen zorgen voor het beperken van het gedrag van overdadig risico nemen.

De multilaterale belasting op financiële transacties (M-FTT) werd in september 2011 in een draft treaty voorgesteld door de 'Leading group on innovative financing for development'. In hun voorstel trachten ze een oplossing te

vinden voor de praktische problemen die er zijn met het belasten van financiële markten en de uitdagingen rond fiscale ontwijing en herlokalisatie van de financiële activiteiten. De belasting zou dienen om bij te dragen aan de globale ontwikkeling, financiële stabiliteit te waarborgen en financiële speculatie af te remmen. De voorgestelde belasting (M-FTT) zou gericht zijn op alle sectoren van de financiële markten en bijna alle financiële producten (aandelen, obligaties en derivaten) verhandeld op de secundaire financiële markten zouden vallen onder de belastingbasis. Deze brede belastingbasis zou volgens de voorstanders de economische neutraliteit kunnen waarborgen en zorgen voor ruime potentiële inkomsten.

6 Besluit

We kunnen besluiten dat een belasting op financiële transacties waarschijnlijk niet de beste manier is om de doelstellingen te dienen die zij voor ogen heeft, nl. het corrigeren voor marktfalingen en inkomsten opbrengen op een efficiënte manier. Voor de eerste doelstelling bestaat er weinig bewijs dat de belasting op financiële transacties effectief een corrigerende werking heeft. Er bestaan belangrijke marktfalingen in de financiële sector, nl. het bijdragen aan het systemisch risico en de overdadige leverage van financiële instellingen, die de belasting niet wegwerkt. Betere maatregelen voor deze marktfalingen zouden belastingen zijn die focussen op de bronnen van instabiliteit in de financiële sector, bijvoorbeeld door rechtstreeks het systemisch risico te belasten of door meer regelgeving en een adequater financieel toezicht. Verder is er geen duidelijk bewijs dat stijgende transactiekosten (door het belasten van de financiële transacties) de volatiliteit op de financiële markten doet verminderen. Zo is ook de impact op het ontstaan van asset price bubbles niet duidelijk. De belasting op financiële transacties zal korte termijn handel wel ontmoedigen, wat aan de ene kant de schadelijke speculatieve handel op korte termijn kan afremmen, maar aan de andere kant kan dit ook zorgen voor minder transacties op de financiële markten wat de liquiditeit zal doen afnemen. Het effect op de welvaart is bijgevolg ambigu.

De belasting op financiële transacties kan potentieel significante inkomsten opbrengen, zelfs wanneer het transactievolume van sommige producten (vooral derivaten) aanzienlijk zal afnemen onder andere door migratie naar andere markten buiten de EU. De potentiële opbrengsten voor de EU bedragen ongeveer 0,45 % van het bbp. In eerste instantie zullen de lasten van de belasting voornamelijk vallen op degenen die in het bezit zijn van de financiële producten. Na afwenteling zullen de kosten van de belasting gedeeltelijk vallen op de eindgebruikers van financiële diensten en dat zou een negatief effect kunnen hebben op de economische groei.

Alternatieve belastingen op de financiële sector zouden efficiënter kunnen zijn om inkomsten op te brengen en zouden minder verlies voor de welvaart kunnen inhouden. Specifiek de belastingen die corrigeren voor bestaande verstoringen in het belastingsysteem voor de financiële sector, zoals de vrijstelling van btw en het gunstiger fiscaal regime voor schulden, zijn te overwegen alternatieven.

Ondanks enkele nadelen, kunnen we toch nog pleiten voor een belasting op financiële transacties als een 'tweede of derde beste' oplossing. Bij invoering van de belasting in een voldoende grote markt (zoals de EU-markt), tegen een laag tarief en met een ruime belastingbasis zullen de negatieve effecten van de belasting minder gevoeld worden. Fiscale ontwijking door geografische herlokalisatie of innovatie zal moeilijker worden. De FTT die de Europese Commissie heeft voorgesteld is op de goede weg maar vergt toch nog enkele aanpassingen om de maatschappelijke kosten zo laag mogelijk te houden. Zo

zou het wenselijk zijn de FTT van de Europese Commissie niet enkel te baseren op het woonplaatsbeginsel, maar ook op het uitgiftebeginsel, zodat er nog minder mogelijkheid is tot fiscale ontwijing. Ook is het nodig dat er een soort van “exit tarief” komt, zodat tegenover de incentives om de belasting te ontwijken, ook een penalisatie staat. De belasting zal enkel gedeeltelijk de negatieve externe effecten op de financiële markten kunnen wegwerken, maar zij kan toch als aanzet dienen om verder meer gerichte maatregelen te zoeken. Eens de politieke horde genomen, stelt de technische implementatie allicht geen onoverkomelijke hindernissen.

Voor België specifiek liggen de schattingen van de opbrengsten uit de FTT tussen 0,18 % en 0,48 % van het bbp. Deze cijfers moeten we natuurlijk met voorzichtigheid benaderen, maar geven toch een indicatie dat de belasting significante inkomsten kan opbrengen voor België. De kosten verbonden aan de belasting zijn niet duidelijk. De EC schat een daling van het bbp met -0,2 % voor de EU. Het zou echter beter zijn de kosten te berekenen in een situatie van fiscale neutraliteit, wat betekent dat de belasting een andere belasting zou vervangen. Indien de FTT bijvoorbeeld belastingen op inkomen en arbeid kan doen verlagen, kan dit positieve effecten teweegbrengen voor de economische groei doordat het verwerven van inkomen minder wordt ontmoedigd en op die manier verbruik wordt gestimuleerd. Zo ook kan de belasting dienen om de belastingdruk evenwichtiger te verdelen door activiteiten te belasten die nog te weinig belast zijn en die negatieve externe gevolgen, zoals speculatieve handel, hebben. De FTT heeft dus zeker nog potentieel en vraagt nog verder onderzoek.

7

Bibliografie

Copenhagen Economics, 2011, Tax Elasticities of Financial Instruments, Profits and Remuneration: Review of the Economic Literature.

Darvas Z. en J. Von Weizsäcker, 2011, Financial transaction tax: small is beautiful, requested by the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs.

De Mooij R.A. en M. Keen, 2011, Debt, taxes and banks, mimeo.

Dow J. en R. Rahi, 2000, Should speculators be taxed?, *Journal of business*, Vol. 73(1), p. 89-107.

European Commission, 2010, Financial Sector Taxation, SEC(2010)1166final.

European Commission, 2011a, Proposal for a Council Directive on a Common System of Transaction Tax and Amending Directive 2008/7/EC, COM(2011)594.

European Commission, 2011b, Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC, SEC(2011)1103.

European Parliament legislative resolution of 23 May 2012 on the proposal for a Council directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC (COM(2011)0594 – C7-0355/2011 – 2011/0261(CNS)).

CPB, 2012, Financial Transaction Tax: Review and Assessment, *CPB Discussion paper 202*.

European Central Bank, Opinion of the European Central Bank of 4 November 2004 at the request of the Belgian Ministry of Finance on a draft law introducing a tax on exchange operations involving foreign exchange, banknotes and currency (CON/2004/34).

Fuest Clement, 2011, The Financial Activities Tax (FAT) as a way forward?, Oxford University, Presentation at the Brussels Tax Forum, Taxation of the Financial Sector, March 28-29 2011.

Gilchrist S., V. Yankov and E. Zakrajsek, 2009, Credit Market Shocks and Economic Fluctuations: Evidence from Corporate Bond and Stock Markets, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, p. 471-493.

Griffith-Jones S. en A. Persaud, 2012, Financial Transaction Taxes, Mimeo.

Grossman S.J. en J.E. Stiglitz, 1980, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review*, Vol 70 (3), p. 393-408.

Hemmelgarn T. en G. Nicodème, 2012, Can taks Policy Help to Prevent Financial Crisis? In J.S. Alworth en G. Arachi, *Taxation and the Financial Crisis*, chapter 5, Oxford University Press, p. 116-147.

Huizinga H., Voget J. en W. Wagner, 2011, International Taxation and Cross-Border Banking, Discussion Paper 2011-066, Tillburg University, Center for Economic Research.

IMF, 2010, Financial Sector Taxation, the IMF's report to the G-20 and Background Material, Chapter 1.

Keen M., 2011, Rethinking the taxation of the financial sector, *CESifo Economic Studies*, 57, 1, 2011.

Keen M., Krelove R. en J. Norregaard, 2010, The Financial Activities Tax, IMF's Report to the G-20 and Background Material, Chapter 7.

Keynes J.M., 1936, *The General Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.

Lendvai L., Raciborski R. en L. Vogel, 2012, Securities Transaction Taxes: Macroeconomic Implications in a General-Equilibrium Model, *European Commission Economic Papers*, 450.

Mannaro K., Marchesi M. en A. Setzu, 2008, Using an Artificial Financial Market for Assessing the Impact of Tobin-like Transaction Taxes, *Journal of Economic Behavior & Organisation* 67: 445-462.

Matheson T., 2011, Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence, *IMF Working Paper* 11/54.

McCulloch N. en G. Pacillo, 2011, The Tobin Taks: A review of the evidence, working paper.

Oxera, 2011, What should be the economic impact of the proposed financial transaction tax on the EU? *Review of the European Commission's economic impact assessment*.

Porter David P. en Vernon L. Smith, 2003, Stock market bubbles in the laboratory, *the Journal of Behavioral Finance*, Vol. 4(1), p. 7-20.

Rogoff K. en C. Reinhart, 2009, This time is different: Eight Centuries of Financial Folly.

Schulmeister S., M. Schratzenstaller and O. Picek, 2008, A General Financial Transaction Taks, Motives, Revenues, Feasibility and Effects, Report commissioned by Ecosocial Forum Europe, co-financed by Federal Ministry of Finance and Federal Ministry of Economics and Labour, Vienna: wifo

Schulmeister S., 2009, A General Financial Transaction Tax: A Short Cut of the Pros, the Cons and a Proposal, wifo Working Paper No. 334

Stiglitz J.E., 1989, Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading, *Journal of Financial Services*, Vol. 3, p.101-113.

Subrahmanyam A., 1998, Transaction Taxes and Financial Market Equilibrium, *Journal of Business*, Vol. 71 (1), p. 81-117.

Tobin J., 1978, Proposal for International Monetary Reform, *Eastern Economic Journal*, 4, p. 153-159.

Umlauf S., 1993, Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, p. 227-240.

Wagner M., Smith B. and C. Rigby., 2012, Proposes EU Commission Financial Transaction Tax Impact Analysis on foreign exchange markets, *Oliver Wyman*.