



## De grillige ontwikkeling van de vennootschapsbelasting OPENBARE FINANCIËN

De ontwikkeling van de belasting- en premieontvangsten hangt samen met de economische groei en fluctueert dus van jaar op jaar. Op de lange termijn volgen de totale belastingontvangsten min of meer de waardeontwikkeling van het bbp, maar op korte termijn kan de ontwikkeling van de belastingontvangsten daar flink van afwijken. Ook fluctueert het belang van de belastingsoorten onderling. Economische groei is immers een resultante van verschillende activiteiten die niet allemaal dezelfde ontwikkeling kennen. En elke belastingsoort kent zijn eigen grondslag. Als de economische groei bijvoorbeeld gepaard gaat met relatief meer inzet van arbeid dan van kapitaal, dan nemen de opbrengsten uit de loonheffing harder toe dan de ontvangsten uit de vennootschapsbelasting.

De vennootschapsbelasting (vpb) is een van de meest volatiele belastingsoorten en kent op korte termijn nauwelijks een een-op-een-relatie met de waardeontwikkeling van het bbp. Bij de loonheffing en de btw is de relatie met het bbp op korte termijn veel sterker (figuur).

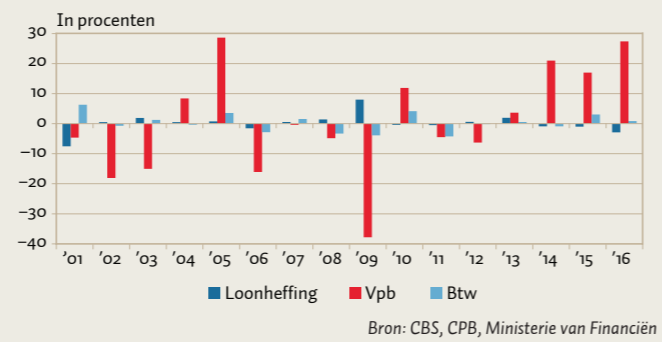
Het grillige karakter van de mutaties in de vpb-ontvangsten, met hoge toppen en diepe dalen, wordt allereerst veroorzaakt doordat winsten sterk reageren op omslagpunten in de economie. Daarnaast zorgt de mogelijkheid van voorwenteling (*carry forward*) en terugwenteling (*carry back*) van fiscale verliezen uit het ene jaar met belastbare winst uit het andere jaar voor volatiliteit. Als de verliesvoorraad groot is, kan het een aantal jaren duren voordat de vpb-ontvangsten weer aantrekken. Maar zodra deze verliesvoorraad is opgedroogd, kan het ineens hard gaan met de vpb-ontvangsten. Ten slotte speelt de grote vertraging tussen het mo-

ment van de allereerste aanslag en de definitieve aanslagoplegging een rol. Daar kunnen vele jaren tussen zitten. Rond economische omslagpunten kunnen zich dus forse kaseffecten voordoen.

De figuur laat ook zien dat de vpb-ontvangsten vanaf 2014 weer in de lift zitten en harder groeien dan het bbp, in 2016 naar verwachting met ongeveer 30 procent bij een bbp-groei van 2,2 procent. De groei komt nadat de economische crisis in 2009 een fors effect op de winsten van bedrijven gehad heeft, waardoor de vpb-ontvangsten in dat jaar met 40 procent daalden.

• **JOLANDA TIMMERMAN** (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

### Versil tussen jaarlijkse groei belastingontvangst en waardegroei bbp



Bron: CBS, CPB, Ministerie van Financiën

## Systemrisico en economische beleidsonzekerheid FINANCIËLE MARKTEN

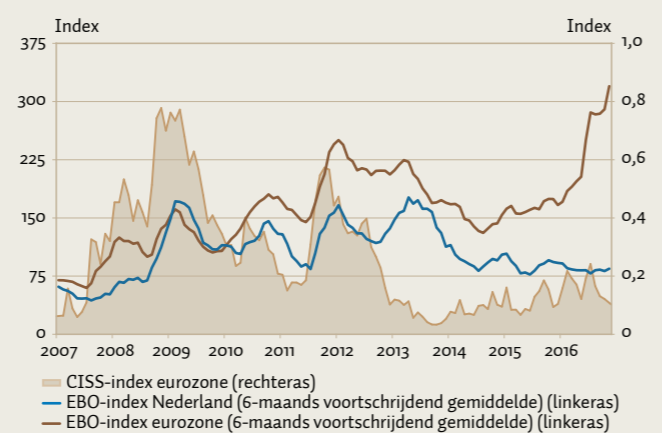
Ondanks verschillende momenten van turbulentie in de financiële markten in 2016, is het systeemrisico in het eurogebied relatief laag gebleven. De samengestelde indicator van systeemstress (*Composite Indicator of Systemic Stress*, CISS) laat voor het eurogebied een langzaam stijgende trend zien sinds eind 2013. Deze stressindicator vangt verschillende symptomen van stress in verschillende onderdelen van het financiële stelsel en houdt rekening met kruiscorrelaties tussen de onderdelen. De afgelopen twee jaar laat deze indicator wel een aantal opvallende uitschieters zien, die kunnen worden toegeschreven aan de toegenomen politieke onzekerheid na het Brexitreferendum en de verkiezingswinst van Trump in de Verenigde Staten.

De toegenomen politieke onzekerheid is terug te zien in de economische beleidsonzekerheidsindex (EBO-index). De belangrijkste component van de EBO-index is het aantal artikelen in de belangrijkste kranten die duiden op economische beleidsonzekerheid. Uit de EBO-index voor Nederland en de rest van Europa blijkt vooral dat in de tweede helft van 2016 de onzekerheid in Europa sterk is toegenomen, terwijl deze in Nederland constant is gebleven. Mogelijk heeft de stabiliteit van de regeringscoalitie hieraan bijgedragen.

Economische beleidsonzekerheid zou het komende jaar echter eens een belangrijke rol kunnen gaan spelen. In 2017 staan er een aantal belangrijke verkiezingen in Europa op de agenda, waaronder in Nederland. Onzekerheid over de gevolgen van die verkiezingen kan resulteren in sterke marktreacties die gepaard gaan met verhoogde marktvolatiliteit en snelle correcties van activaprijzen. De Europese Centrale Bank en de

European Systemic Risk Board zien de politieke onzekerheid in Europa om die reden als een van de belangrijkste mogelijke veroorzakers van financiële instabiliteit op dit moment. De grote vraag is daarom of de uitslag van die verkiezingen tot een grotere toename van beleidsonzekerheid leidt en of dit uiteindelijk de trigger wordt voor een periode van financiële instabiliteit. • **MARK POOTERS** (AFM)

### Systemrisico en economische beleidsonzekerheid



Bron: ECB, policyuncertainty.com

## Trump-effect creëert onzekerheid FINANCIËLE MARKTEN

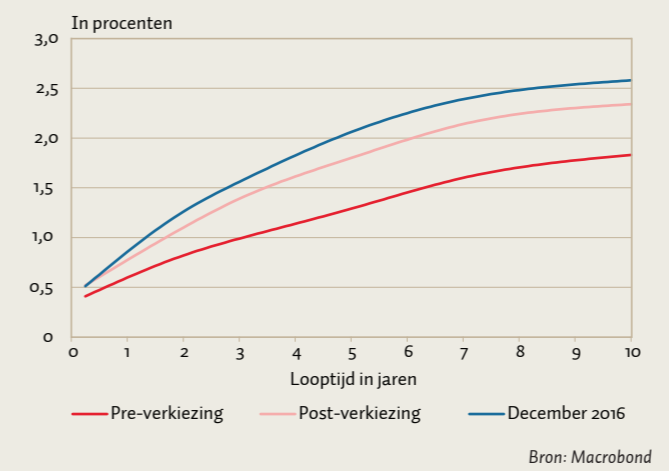
De verkiezing van Donald Trump als president van de Verenigde Staten creëert onzekerheid voor opkomende markten. Niet alleen vanwege de aangekondigde protectionistische maatregelen, maar ook door het plan om de Amerikaanse economie fiscaal te stimuleren. De kanalen waardoor economieën geraakt kunnen worden zijn via de rente, wisselkoers, handel en grondstoffenprijzen. Het Trump-effect op de handel en grondstoffen is nog onduidelijk en

hangt af van de mate waarin de retoriek in praktijk zal worden gebracht. Zeker is dat hoe meer protectionistische plannen worden doorgevoerd, des te groter de negatieve impact is. Daarentegen kan het Trump-effect voor grondstoffen exporterende landen positief uitvallen door het opwaartse prijzeffect van de toename in infrastructurele bestedingen. Het effect daarvan is onduidelijk vanwege het kleine aandeel van de VS in deze grondstoffenmarkten.

Onmiddellijk zichtbaar daarentegen is het Trump-effect op de financieringskosten van opkomende landen die in buitenlandse valuta lenen. Dit effect trad meteen op na de verkiezing van Trump, ruim voordat de Amerikaanse centrale bank de rente verhoogde (medio december), en is duidelijk zichtbaar in de Amerikaanse renteverwachtingen. Door de geplande fiscale stimulering zullen de Amerikaanse economische groei en de inflatie hoger uitvallen en zal de normalisering van het Amerikaanse monetaire beleid naar verwachting sneller verlopen dan aanvankelijk gedacht. Hierdoor is de Amerikaanse yieldcurve over de gehele linie opwaarts verschoven. Dit bracht een kapitaalstroom op gang vanuit de opkomende markten naar de VS, waardoor de munten van de opkomende landen deprecieerden. Door de hogere renteniveaus en de depreciatie stijgen de financieringskosten van entiteiten die in dollars hebben geleend. Meest kwetsbaar zijn landen met een hoge externe financieringsbehoefte, sterke afhankelijkheid van portefeuillebeleggingen en lage buffers. Dit zijn Turkije, Zuid-Afrika en Argentinië.

• **GREETJE FRANKENA EN AFKE ZEILSTRA** (ATRADIUS)

### Yieldcurve Amerikaanse staatsobligaties



Bron: Macrobond

## Schatkist profiteert van negatieve rente OPENBARE FINANCIËN

In de afgelopen jaren zijn rentes wereldwijd sterk gedaald. Sinds december 2011 ontvangt de Nederlandse Staat over een deel van de staatsschuld zelfs negatieve rente, wat betekent dat beleggers geld toeleggen op verstrekte leningen. Het weerspiegelt de extreem ruime liquiditeit in het eurogebied, gevoed door het beleid van de ECB. De

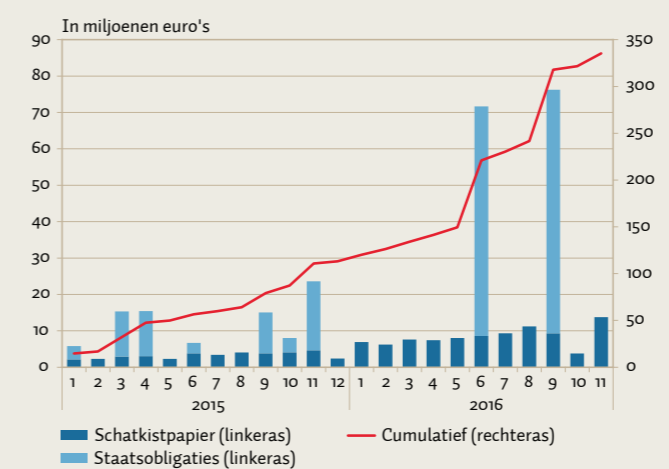
Nederlandse rentes zijn in de loop van de tijd steeds verder gedaald. Zo ontvingen beleggers in december 2011 een rendement op driemaands schatkistpapier van -0,004 procent, tegenover een rendement van -0,75 procent halverwege november 2016. Overigens wordt het grootste deel van de staatsschuld nog steeds gefinancierd tegen positieve rentes. In totaal betaalde de Staat ruim 7 miljard euro aan rente over de staatsschuld.

In een negatief renteklimaat wordt niet gewerkt met negatieve rentecoupons omdat deze praktisch lastig te hanteren zijn. Nieuwe leningen met een negatief rendement worden uitgegeven met een couponrente van 0 procent, waarbij het effect van een negatieve rente wordt doorberekend in de aankoopprijs die beleggers betalen. De Staat ontvangt de negatieve rentebaten dus in één keer bij de uitgifte. Er geldt een negatief verband tussen rendement en prijs. Zo is er in juni 2016 voor het eerst in de Nederlandse geschiedenis een vijfjaarslening met een coupon van 0 procent geveild tegen een effectief rendement van -0,23 procent en een uitgifteprijs die boven de nominale waarde van 100 lag.

Tussen januari 2015 en november 2016 heeft de Nederlandse Staat circa 131 miljoen euro verdiend aan de negatieve rente op schatkistpapier, leningen met een looptijd tot maximaal één jaar (figuur). Leningen met een looptijd langer dan één jaar, beter bekend als staatsobligaties, hebben in diezelfde periode circa 195 miljoen euro aan rentebaten opgeleverd. Totaal heeft de Nederlandse Staat zo'n 335 miljoen euro verdiend. Dit heeft gunstig uitgepakt voor de staatsschuld.

• **YOURY JANSSEN** (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

### Negatieve rentebaten van de Nederlandse staat



Bron: Agentschap van de Generale Thesaurie, Ministerie van Financiën