

UITBIJTER

Naar een kleine financiële sector

De economische consensus vertoont een opmerkelijke blinde vlek voor het financiële stelsel in relatie tot de fiscus. Diverse fiscale regelingen vergroten de ruimte voor bancaire geldcreatie en daarmee de financiële sector en de economische instabiliteit. Defiscalisering van de eigen woning, gelijke behandeling van eigen en vreemd vermogen in het bedrijf, financiering van de eigen woning middels verhandelbare obligaties en fiscaal aantrekkelijk sparen bij de schatkist kunnen de grootte van de financiële sector beperken en de economie stabiliseren.

JOOP EVERS
Hoogleraar aan de
Technische Universi-
teit Delft

Sinds het optreden van de recente crisis is het bancaire systeem nauwelijks verbeterd. De banken zijn onverminderd *too big to fail* en de instrumenten voor geldcreatie zijn gebleven, waardoor de financiële sector te groot blijft. Het balanstotaal van de Nederlandse banken is bijna zesmaal het nationaal inkomen en schuldquote bedraagt gemiddeld ongeveer dertig tot veertig. Ter vergelijking: de schuldquote van bedrijven in de reële economie ligt normaliter lager dan vijf; die van verzekeringsmaatschappijen is ongeveer vijftien.

De markt voor staatsobligaties wordt beïnvloed door speculanten. De overheden doen te weinig om deze problemen aan te pakken, mede door het gebrek aan financiële middelen. Daarnaast hebben overheden tegenstrijdige belangen als het gaat om het verkleinen van de financiële sector. In Groot-Brittannië levert de financiële sector twaalf procent van de belastinginkomsten. Publicaties die een verband leggen tussen de crisis en het belastingstelsel zijn schaars. Concreet advies tot herinrichting van het fiscale stelsel in staan voor Groot-Brittannië in *The Mirrlees Review* (Mirrlees, 2011) en voor Nederland in het rapport van de Studietoelcommissie Belastingstelsel (2010). Het invoeren van vier veranderingen in het fiscale stelsel kan sterk bijdragen aan de verkleining van de Nederlandse financiële sector.

DE-FISCALISERING VAN DE EIGEN WONING

De hypotheekrenteaftrek (HRA) stimuleert de financiering van de eigen woning met aflossingsvrije leningen, maar genereert daarmee ook 200 miljard euro aan hypothecaire spaargelden. De banken kunnen deze gelden veelvoudig uitlenen. Mede daarom is de Nederlandse bancaire sector bijzonder groot. Afschaffing van de HRA levert veel belastinggeld op. Om de inkomenseffecten acceptabel te houden zal de fiscus dit grotendeels moeten teruggeven. Dat kan gedeeltelijk door het huurwaardeforfait te verlagen door een vrije voet in te voeren. Ook ander flankerend beleid zal nodig zijn (Evers, 2011a).

BELASTING OP BEDRIJFSWINST

Bij de bepaling van de fiscale winst van de onderneming zijn de kosten van geleend geld af te trekken van de bedrijfskundige winst. Voor dividend als vergoeding voor eigen vermogen geldt dit niet. Dat is problematisch: financieren met vreemd vermogen wordt daardoor goedkoper dan werken met eigen geld. Diverse constructies zijn opgezet om hiervan maximaal te profiteren. Om dit recht te trekken stelt zowel Mirrlees (2011) als de Studietoelcommissie Belastingstelsel (2010) voor om, naast de huidige aftrek van de kosten op vreemd vermogen, ook een aftrek op het eigen vermogen toe te staan tegen een door de fiscus vastgestelde rekenrente. Ook Boot en Van Tilburg (2011) zijn voorstanders. Dit kan zodanig worden vormgegeven dat het voor de fiscus neutraal uitpakt (Evers, 2011b) terwijl het tegelijkertijd de bancaire geldcreatie beperkt.

FINANCIERING VAN DE EIGEN WONING

Voor een mogelijke financiering van de eigen woning verwijzen Bovenberg *et al.* (2012) naar het Deense model. Het werkt al 200 jaar en blijkt buitengewoon stabiel (Frankel *et al.*, 2004). Hypothecaire annuïtaire leningen met een vaste rente worden gefinancierd door de uitgifte van obligaties, die verhandelbaar zijn op de beurs van Kopenhagen. In het Deense model zijn deze obligaties het exacte spiegelbeeld van de desbetreffende leningen. De actuele marktrente op deze obligaties bepaalt de hypotheekrente. De koersrisico's worden aldus overgedragen aan obligatiebeleggers. Vooral pensioenfondsen zijn geïnteresseerd in deze obligaties. De banken treden op als intermediair tussen lener en kapitaalmarkt. De kre-

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

dietrisico's berusten bij deze banken, die daarvoor een premie rekenen. Door enerzijds gebruik te maken van de middelen van (institutionele) beleggers en anderzijds van de bancaire kwaliteit als bemiddelaar, zijn de systeemrisico's gering. Dit leidt in Denemarken tot beduidend lagere rentetarieven dan in Nederland.

Sparen is nog steeds riskant en levert bovendien weinig rendement, wat trouwens ook geldt voor de fiscus, maar dan via de uitgestelde afdracht van inkomstenbelasting

Een variant van dit model is denkbaar waarbij de netto hypothecaire financieringsvraag – per kwartaal gedifferentieerd – op de obligatiemarkt gebracht wordt. Met de huidige ICT is dat goed te doen, en met behoud van de structurele eigenschappen geeft dat een duidelijke vereenvoudiging van de handel. Overigens, elk contract zou wettelijk moeten voorzien in de mogelijkheid om een hypothecaire lening vroegtijdig af te lossen tegen de op dat moment geldende (reken) koers. Formeel zou de uitgifte van deze obligaties en het beheer ervan kunnen berusten bij een rechtspersoon met een wettelijke taak.

In Nederland verloopt de hypothecaire financiering van de koopwoning hoofdzakelijk via banken, die op hun beurt weer gefinancierd worden door spaargelden, obligaties en aandelen. Daarmee valt deze financiering volledig onder het bancaire stelsel met de daarvoor geldende regels. Het huidige restrictieve beleid dat de banken moeten voeren, slaat dus ook terug op de financiering van koopwoningen. Bovendien is deze vorm van financiering ondoorzichtig. In tegenstelling hiermee blijkt het Deense model wel in staat om de hypothecaire vermogensvraag en het aanbod op een directe manier bij elkaar te brengen. De voordelen zijn inmiddels breed uitgemeten in Het Financieel Dagblad (2012).

FISCAAL SPAREN BIJ DE SCHATKIST

Sparen is nog steeds riskant en levert bovendien weinig rendement, wat trouwens ook geldt voor de fiscus, maar dan via de uitgestelde afdracht van inkomstenbelasting. Veel spaargeld is verdwenen in lijfrentecontracten. Cynisch genoeg heeft de spaarder tegelijkertijd, via de overheid, een uitstaande schuld die gefinancierd wordt door de uitgifte van staatsobligaties. Waarom niet direct sparen bij de overheid? Op het ogenblik kan dat door via een bank te beleggen in staatsobligaties. Daar zijn kosten aan verbonden en koersrisico's. Het kan ook anders. In België en Duitsland kan men via internet direct en kosteloos beleggen in staatsobligaties op naam. Dat dit werkt is onlangs gebleken toen premier Letferme van België zijn landgenoten (en Nederlanders) oproep om te investeren in Belgisch schatkistpapier. Binnen twee weken werd 5,5 miljard euro opgehaald.

Deze spaarvorm is toegankelijker te maken via een internet spaarbank, in Nederland te beheren door het Agentschap van de Generale Thesaurie (AGT). De bijna 200-jarige AGT bankiert voor "rechtspersonen met een wettelijke taak". Het

is dus een bedrijfsbank van de rijksoverheid. Publiek geld wordt aangehouden in de schatkist en verlaat deze pas bij externe betalingen en leidt pas dan tot de EMU-schuld. Iedere staatsburger kan aldus een obligatierekening openen. Dit is in feite een gewone internet spaarrekening, maar dan een waarbij opdrachten tot terugboeking naar een tegenrekening pas drie maanden later worden geëffectueerd.

Los daarvan is ook een inkomensrekening in te richten: een variant die zich onderscheidt door een bijzondere fiscale regeling en een maandelijks maximum voor stortingen. Want stortingen mag men van het belastbare inkomen afrekken, terwijl opnames worden belast. De rente op beide rekeningen wordt via een vaste procedure afgeleid van die op staatsobligaties.

Voor de spaarder bieden deze schatkist rekeningen zekerheid. Maatschappelijk zijn er drie voordelen: de overheid kan het niveau van het depositogarantiestelsel beperken omdat er een veilig alternatief is om te sparen; de uitgestelde belastingafdracht zal met zekerheid gebeuren en in tegenstelling tot de staatsobligaties worden de schatkist spaargelden niet gerekend tot de EMU-schuld. Dat zijn redenen genoeg voor een relatief hoge rentevergoeding (Evers, 2011c).

CONCLUSIE

Stellig zal de woningeigenaar overgaan op de goedkopere en eenvoudigere aflossings hypotheek. De financiering van koopwoningen door obligaties zal de hypothecaire vermogensvraag en het aanbod direct bij elkaar brengen. Schatkist sparen zal vermogen aan het financiële circuit onttrekken ten gunste van de overheidsschuld. Door de vermogensaftrek -bijtelling wordt het eigen bedrijfs geld goedkoper dan geleend vermogen. Dat zal een verlagend effect hebben op de schuldquote.

Bij elkaar zullen maatregelen als deze de maatschappelijke afhankelijkheid van de banken verminderen, de bancaire sector verkleinen en de economie crisisbestendiger maken. Des te meer als dit ook Europees beleid zou zijn. Dat zal veel tijd vragen, maar dat zal de bancaire sector goed uitkomen.

LITERATUUR

- Boot, A. en R. van Tilburg (2011) *Juist risicovolle banken zijn dure banken*. Publicatie op www.mejudice.nl, 12 april.
- Bovenberg, A.L., R. Polman en P. Schmitz (2012) *Deense hypotheekmodel: geen sigaar uit eigen doos*. Publicatie op www.mejudice.nl, 3 februari.
- Evers, J.J.M. (2011a) *Hoe de woningmarkt is vlot te trekken*. Publicatie op www.mejudice.nl, 4 mei.
- Evers, J.J.M. (2011b) *Winsten evenwichtig belast*. *ESB*, 96(4609), 269–270.
- Evers, J.J.M. (2011c) *Sparen bij de fiscus*. *ESB*, 95(4599), 764–765.
- Frankel, A.J., K. Gytelberg, K. Kjeldsen en M. Persson (2004) *The Danish mortgage market*. *BIS Quarterly Review*, 04(01), 95–109.
- Het Financieel Dagblad (2012) *Thema hypotheek*. *FD weekend*, 18 februari.
- Mirrlees, J. (red.) (2011) *Tax by design: The Mirrlees Review*. Oxford: Oxford Institute for Fiscal Studies.
- Studiecommissie Belastingstelsel (2010) *Continuïteit en vernieuwing: visie op het belastingstelsel*. Den Haag: Ministerie van Financiën.