



Mythen van de publieke financiering

Auteur(s):

Ewijk, C. van
Vollaard, B.A.

Werkzaam bij het CPB en de Universiteit van Amsterdam, respectievelijk bij het ministerie van Economische Zaken. Met dank aan R. Beetsma en E.J. Bartelsman voor commentaar.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4189, pagina 109, 12 februari 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

overheidsfinanciën

Het is een misverstand te denken dat de overheid grote projecten goedkoper kan financieren dan de private sector. De risico's komen bij de belastingbetaler terecht. Dit komt niet tot uiting in de kosten van publiek kapitaal.

Private financiering van infrastructurele investeringen komt in Nederland onvoldoende van de grond. Naast bekende projecten als de Wijkertunnel en de tunnel onder de Noord heeft de rijksoverheid nog weinig extra private financiering weten aan te trekken. De overheid is aarzelend. Weliswaar realiseren beleidsmakers zich in toenemende mate dat er soms flinke efficiëntie-winsten kunnen worden geboekt door private financiers bij een project te betrekken, maar daar wordt tegenover gesteld dat private financiering slechts tegen hogere financieringskosten zou kunnen geschieden. Private financiering wordt slechts aantrekkelijk geacht indien het saldo van efficiëntie-winst en deze hogere financieringskosten positief is. Het is echter de vraag of deze afweging wel juist is. Als wordt gekeken naar de vraag wie tegen de minste kosten risico's kan alloceren dan zou publieke financiering wel eens duurder kunnen zijn. En als er geen overtuigende argumenten bestaan om voor een geheel publieke financiering te kiezen, komt de financieringskeuze in een ander daglicht te staan. In deze bijdrage concentreren we ons op de betekenis van de financieringskeuze voor de verdeling van risico's en de kosten daarvan. Aan de hand daarvan laten we zien dat er redenen bestaan om privaat kapitaal aan te trekken.

Rente op staatsobligaties geen maatstaf

Laten we beginnen een veelvoorkomend misverstand recht te zetten, namelijk dat het renteverskil tussen publieke en private leningen aangeeft, dat de overheid goedkoper kan lenen dan de private sector. Een lening aan de Nederlandse overheid in de vorm van bijvoorbeeld een staatsobligatie geldt op de kapitaalmarkt als risicovrij. De risicovrije rentevoet ligt in reële termen op gemiddeld zo'n drie à vier procent. Een particuliere onderneming betaalt - afhankelijk van zijn kredietwaardigheid - voor zijn obligaties een extra premie van minstens één tot twee procent boven op de risicovrije rente. Voor aandelen ligt het vereiste rendement nog een stuk hoger. De risicopremie op aandelen wordt geschat op circa zes procent¹. Zijn de kapitaalkosten voor de overheid daarom lager dan de kapitaalkosten voor bedrijven?

Bij ondernemingsfinanciering wordt onderscheid gemaakt tussen de rente op leningen (vreemd vermogen) en het vereiste rendement op aandelen (eigen vermogen). Een obligatie is een specifieke financiële titel met een gegarandeerd nominaal rendement. Afgezien van extreme situaties zoals faillissement, is de opbrengstestroom van een obligatie niet gerelateerd aan het bedrijfsresultaat. Meevallers en tegenvallers in het bedrijfsresultaat komen tot uitdrukking in het rendement op aandelen. De aandeelhouder en niet de obligatiehouder is de uiteindelijke drager van risico. De financieringskosten voor bedrijven komen daarom tot uitdrukking in het vereiste rendement op aandelen. In dit vereiste rendement zit ook de risicopremie van de onderneming vervat.

Maar hoe zit dat bij de overheid? Wie draagt het risico van overheidsinvesteringen? Dat is niet de houder van staatsobligaties, maar de belastingbetaler. Bezitters van staatsobligaties zijn volledig afgeschermd van risico, meer nog dan houders van obligaties van bedrijven. Het risico van overheidsinvesteringen komt daarom volledig terecht bij de belastingbetaler. Tegenvallers en meevallers van overheidsinvesteringen worden verrekend via hogere of lagere belastingen. De belastingbetaler is daarom in feite de 'aandeelhouder' van de overheid. In de waarde van de belastingverplichting is het risico van overheidsinvesteringen verdisconteerd. Omdat belastingverplichtingen niet op de markt worden verhandeld, is de prijs hiervan echter niet direct waarneembaar.

De rente op staatsobligaties is dus geen maatstaf voor de kosten van publieke financiering². Maar hoe verhouden de kosten van publieke financiering zich dan tot de kosten van private financiering? Omdat de marktwaarde van belastingverplichtingen niet bekend is, kunnen we deze vraag niet exact beantwoorden. Wel kunnen we een aantal overwegingen op een rijtje zetten die van belang zijn bij de afweging tussen overheidsfinanciering en private financiering. Daarbij moet onderscheid worden gemaakt tussen twee aspecten:

- » de betekenis van de financieringskeuze voor de verdeling en waardering van risico's, en
- » het effect van de financieringskeuze op de efficiëntie in de selectie en uitvoering van investeringsprojecten.

We concentreren ons op het eerste punt³.

Lagere kosten door lagere risico's?

Bij het vergelijken van de kosten van publiek en privaat kapitaal gaan we uit van een gegeven infrastructuurproject. We zien af van effecten van de financieringswijze op de vormgeving of uitvoering het project. We nemen dus aan dat het project in beide gevallen even efficiënt bestuurd wordt en dat de verdeling van opbrengsten en het risico over de tijd gelijk is. Alleen het risico en rendement van het project zelf tellen dan. In een perfecte wereld zonder marktfalen en zonder overheidsfalen zouden nu de kapitaalkosten van publieke financiering exact gelijk zijn aan die van private financiering. In het ene geval dragen huishoudens de lasten en de lasten van het investeringsproject als belastingbetaler, in het andere geval als aandeelhouder. Als de opbrengsten van een project tegenvallen, zullen zij in geval van publieke financiering meer belasting moeten betalen, en in geval van private financiering minder dividend ontvangen. Het maakt in deze wereld voor de huishoudens dus niet uit of zij door de hond of door de kat worden gebeten.

In werkelijkheid is de wereld verre van perfect. Imperfecties op de kapitaalmarkt zouden in beginsel een argument kunnen zijn voor publieke financiering. Zo hebben bijvoorbeeld niet alle huishoudens toegang tot de kapitaalmarkt. Maar ook de overheid kent beperkingen. De cruciale vraag is of de overheid beter in staat is de risico's van het infrastructuurproject te alloceren dan de private sector. We lopen de drie argumenten langs die vaak worden genoemd als reden waarom de overheid risico's tegen lagere kosten zou kunnen dragen: faillissementsrisico, risicodiversificatie en risicospreiding.

Faillissementsrisico

Een veelgehoord argument is dat publiek kapitaal goedkoper is door afwezigheid van het faillissementsrisico van de overheid. Dit komt tot uitdrukking in het verschil in rente op overheidsleningen en private leningen. We zagen echter al dat dit verschil in rente niets zegt over verschillen in kapitaalkosten. Houders van staatsobligaties lopen, zoals we zagen, geen risico. De kosten van een mislukt project komen bij de belastingbetaler terecht. De totale kosten hoeven dus gezinszins lager te zijn.

Het faillissementsrisico kan wel op een andere manier de kapitaalkosten beïnvloeden, namelijk voor zover kosten aan de uitvoering van een eventueel faillissement zijn verbonden. De verwachte waarde van deze kosten komt tot uitdrukking in de vergoeding die private financiers voor hun kapitaal vragen. Deze kosten vormen echter over het algemeen een relatief klein deel van het totale verlies aan middelen bij een faillissement.

Risicodiversificatie

De overheid zou goedkoper kunnen lenen als zij in vergelijking tot de markt beter in staat is de risico's van het investeringsproject te diversifiëren. Voor het dragen van risico's gelden tot op zekere hoogte toenemende meeropbrengsten. Dankzij de wet van de grote aantallen kunnen tegenvallers bij het ene project worden opgevangen door meevallers bij ander project. Echter, bij investeringen vallen niet alle risico's tegen elkaar weg. Sommige risico's zijn namelijk gecorreleerd. Zelfs bij maximale diversificatie resteert daarom een zeker risico. Dit risico wordt wel het markt-risico genoemd.

De overheid heeft inderdaad een grotere en gevarieerdere projectportefeuille dan een gemiddeld bedrijf en kan risico's dus beter 'in huis' diversifiëren. Het overblijvende risico, dat door de belastingbetaler wordt gedragen, kan daardoor laag zijn. Uit onderzoek voor het Verenigd Koninkrijk komt een cijfer voor de resterende risicopremie naar voren van 0,1 procent⁴. Hetzelfde onderzoek wijst er overigens op dat voor kleine landen het resterende risico hoger zal liggen, zeker wanneer het gaat om grote projecten in verhouding tot de belastinggrondslag⁵. Vooral wanneer deze investeringen eenzijdig gericht zijn op bepaalde sectoren (bijvoorbeeld transport) kan er een aanzienlijk residueel risico ontstaan.

Diversificatie door de overheid 'in huis' wordt minder relevant als alle huishoudens toegang hebben tot de kapitaalmarkt. Hier kunnen zij de risico's van de belastingverplichting beperken door aanpassing van hun aandelen- en obligatieportefeuille. Alleen wanneer door imperfecties op de kapitaalmarkt een deel van de risico's terecht komt bij huishoudens die toegang tot de (internationale) kapitaalmarkt missen, heeft diversificatie binnen de overheidsportefeuille enige betekenis.

Het punt is of de markt niet net zo goed, of beter, in staat is risico's te diversifiëren. Dankzij het internationale karakter van de kapitaalmarkt kunnen private kapitaalverschaffers profiteren van een markt die vele malen groter is dan de portefeuille van de overheid. Het ligt niet voor de hand dat de overheid de wereldwijde kapitaalmarkt kan verslaan in het diversifiëren van risico's.

Risicospreiding

Naast risicodiversificatie door verscheidenheid bepaalt ook risicospreiding door verdeling van risico, de prijs van het dragen van risico. Volgens de stelling van Arrow en Lind (zie kader) heeft de overheid lage financieringskosten, omdat zij het risico kan spreiden over miljoenen belastingbetalers. Dit zou de prijs van het dragen van risico verlagen.

Arrow-Lind hypothese

Arrow en Lind stellen dat risicospreiding de prijs van het dragen van risico verlaagt. Uitgaande van een afnemend marginaal nut van inkomen en risico-aversie van individuen, verlaagt het verdelen van het risico in gelijke delen over meer personen, de kosten van het dragen van risico meer dan evenredig. De kosten tenderen naar nul als het aantal personen toeneemt. Een financieringssysteem dat in staat is risico in kleine hoeveelheden over grote groepen investeerders te spreiden, kan dus risicovrij kapitaal aantrekken⁶.

Deze stelling wordt echter in twijfel getrokken. Het gaat immers om de vraag of de overheid risico beter kan spreiden dan de kapitaalmarkt

⁷. Volgens de huidige inzichten is dit niet het geval. Door de handel op de moderne kapitaalmarkten worden risico's immers, dankzij de mondiale dimensie, nog breder gespreid dan de nationale overheid zou kunnen.

Marktwerking voor risico

Uit de bovenstaande opsomming volgen geen duidelijke aanwijzingen dat de overheid beter, en dus goedkoper, in staat is risico's te dragen. Ook wanneer de markt voor risico faalt, is het nog niet duidelijk dat overheidsfinanciering hier het juiste antwoord op is. De overheid heeft vergeleken met de kapitaalmarkt een belangrijk nadeel. Zij legt het risico namelijk verplicht bij iedere belastingbetaler. Het risico wordt verdeeld volgens vaste regels, zoals vastgelegd in het belastingstelsel. In geval van private financiering zorgt de kapitaalmarkt er voor, dat het risico terecht komt bij degene die het ook echt wil en kan dragen. Het risico wordt verdeeld volgens het prijsmechanisme. Hierdoor komt het terecht bij diegenen die er de laagste prijs voor vragen. In theorie kan een huishouden de belastingverplichting op de kapitaalmarkt afdekken. In de praktijk zijn echter niet alle huishoudens voldoende actief op de kapitaalmarkt. Bij overheidsfinanciering komt het risico dus voor een deel terecht bij huishoudens die dat risico niet verder kunnen diversifiëren. In vergelijking met financiering op de kapitaalmarkt, betekent meer overheidsfinanciering daarom per saldo een herverdeling van risico naar de - vaak minder welgestelde - huishoudens. Huishoudens die geen toegang hebben tot de kapitaalmarkt worden opgescheept met een risico waar zij niet voor gekozen hebben⁸. Het overheidsingrijpen biedt in dit geval dus geen soelaas voor het marktfalen; het maakt het marktfalen alleen maar erger. Dit pleit ervoor de verdeling van risico's niet via de overheid te laten lopen, maar zoveel mogelijk over te laten aan de markt. Private financiering heeft wat dit betreft dus de voorkeur boven publieke.

Conclusie

De populaire redenering dat de overheid goedkoop kan financieren blijkt op een misverstand te berusten. De rente op staatsschuld is geen maatstaf, omdat deze geen rekening houdt met de risico's die de belastingbetaler draagt. Ook heeft de overheid geen natuurlijk voordeel bij het spreiden van risico's. Een van de nadelen van publieke financiering, tenslotte, is dat het risico niet terecht komt bij degene die het ook echt wil en kan dragen.

Deze overwegingen werpen een nieuw licht op de efficiëntie-afweging waarover we in de introductie spraken. Als financiële motieven onvoldoende houvast bieden om voor publieke financiering te kiezen, worden vooral de doelmatigheid van projecten en de efficiëntie waarmee deze worden uitgevoerd, van belang voor de keuze tussen publieke en private financiering. Ook kan private financiering bijdragen aan de transparantie in de besluitvorming. Van belang is dat de risico's die de overheid aangaat controleerbaar en beheersbaar zijn. Dit vereist het kwantificeren en rapporteren van aangegane risico's, bijvoorbeeld in aanvulling op de Staatsbalans. Met deze bijdrage hopen we de mythe van goedkope publieke financiering te hebben ontkracht en de weg te hebben vrijgemaakt voor een afweging op basis van efficiëntie en doelmatigheid van infrastructuurprojecten

¹ M.M.G. Fase, De risicopremie op aandelen in de Europese Unie, *Maandschrift Economie*, 1997, nr. 6, blz. 474-483. Deze risicopremie is berekend als het gemiddelde verschil in rendement tussen aandelen en risicovrije beleggingen zoals schatkistpapier.

² Zie R.A. Breal, I.A. Cooper en M.A. Habib, Investment appraisal in the public sector, *Oxford Review of Economic Policy*, 1997, blz. 12-28.

³ Het tweede aspect is behandeld in E.J. Bartelsman, M.F.M. Canoy, C. van Ewijk en B.A. Vollaard, [Economie van publiek private samenwerking](#), *ESB-Dossier publiek privaat samenwerken*, blz. 5-9.

⁴ M. Klein, The risk premium for evaluating public projects, *Oxford Review of Economic Policy*, 1997, nr. 4, blz. 29-42.

⁵ In een onderzoek van de Wereldbank worden hogere risicopremies gevonden voor kleine economieën, maar niet hoger dan een procent, zie A. Dixit en A. Williamson, *Risk-adjusted rates of return for project appraisal*, Working Paper 290, Washington D.C., Wereldbank, 1989.

⁶ K. Arrow en R.C. Lind, Uncertainty and the evaluation of public investment decisions, *American Economic Review*, 1970, blz. 364-378.

⁷ M.J. Bailey en M.C. Jensen, Risk and the discount rate for public investment, in: M.C. Jensen (red.), *Studies in the theory of markets*, New York, 1972.

⁸ Overigens zijn niet alle risico's per definitie onwelkom. Wanneer het risico van de belastingverplichting negatief correleert met de overige risico's van het huishouden, zou het gemiddelde risico ook kunnen dalen.