



## Pensioenbeleid als automatische destabilisator

**Auteur(s):**

Teulings, C.N.

Vries, C.G.de.

De auteurs zijn hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en het Tinbergen Instituut. Teulings is tevens verbonden aan ocfeb en De Vries aan eurandom. Met dank aan Pieter van Foreest voor zijn technische opmerkingen. [cdevries@few.eur.nl](mailto:cdevries@few.eur.nl), [teulings@few.eur.nl](mailto:teulings@few.eur.nl)

**Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4396, pagina 100, 7 maart 2003

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

*In de discussie over het pensioenstelsel worden veel macro-economische misvattingen gedebiteerd. De gedachte dat de overheid moet opdraaien voor de onzekerheid in de pensioenen is macro-economisch gezien onjuist. De toezichhouder is redeloos, de volksvertegenwoordiging is radeloos, maar de pensioenfondsen zijn geenszins roekeloos.*

**De toezichhouders en beleidsmakers in de pensioensector voeren verkapt procyclisch monetair beleid. Het verkopen van aandelen, forse premieverhoging of extra belastingheffing later zijn macro-economisch ongewenst. Ons standpunt is simpel: wie geschoren wordt, moet stil blijven zitten.**

***Pvk voert verkapt monetair beleid***

De titel van dit artikel staat niet voor een futuristisch stripverhaal, maar reflecteert de laatste stuipreiking van een instantie die prudentie op microschaal predikt, maar macro-economisch verderf zaait. Als het een beetje tegenzit is de komende stagnatie van de Nederlandse economie te wijten aan het verkeerde Calvinisme van actuariissen die krampachtig vasthouden aan schijnzekerheden. Afgelopen weken berichtten de media dat de werknemers er het komende jaar in reële termen twee procent op achteruit gaan door de hogere pensioenpremies. Dit komt voornamelijk doordat de pensioenfondsen door de pvk gedwongen worden op korte termijn de onderdekking weg te werken. Dit terwijl dezelfde toezichthouder in de jaren negentig zogenoemde pensioenvakanties toeliet waarmee de winsten werden opgeschroefd ten behoeve van de optieregelingen van het management. Met deze passieve opstelling in de jaren negentig, en de rigide kapitaaleisen nu, voert de pvk verkapt procyclisch monetair beleid, vergelijkbaar met de beslissing van dnb in 1931 om vast te houden aan de gouden standaard toen Engeland devalueerde. Dit stortte Nederland onnodig diep in de depressie van de jaren dertig. De episode van toen vertoont veel gelijkenis met de kapitaaleisen van de pvk nu. De gedwongen extra besparingen zijn geen stimulans voor een economie die op de rand van een recessie staat. Dergelijk beleid is door de monetaire autoriteiten zelf al lang geleden afgezworen.

***Kapitaalstelsel moet behouden blijven***

Van Ewijk bespreekt in zijn eerdere bijdrage aan de serie 'Pensioenen op het spel' de ongewenste macro-economische gevolgen van het procyclische beleid van de toezichthouder<sup>1</sup>. Terecht wijst hij erop dat het ten tijde van een recessie niet past om de factoren arbeid en kapitaal extra zwaar te belasten. Van Ewijk stelt daarom voor de hogere premies met een tijdelijk lagere belastingheffing te compenseren. Met deze terugkeer van de wiebeltaks wordt gebroken met het kapitaalstelsel. Hiertegen zijn twee bezwaren. Ten eerste is het de minister van Financiën nimmer gelukt om bewust anticyclisch begrotingsbeleid te voeren. Tijdelijke belastingwijzigingen zijn daarom uit den boze; de automatische stabilisatoren werken veel beter. Ten tweede begeven we ons hiermee op het hellende vlak van het omslagstelsel, waarin pensioenaanspraken niet uit spaartegoeden, maar uit de belastingen worden betaald. Daardoor wordt de rekening verschoven naar toekomstige generaties. Dit tast het draagvlak van ons stelsel onder jongeren aan. Niet voor niets bouwen de ons omringende landen het omslagstelsel af ten gunste van het kapitaalstelsel.

**Economische rationale voor beleggingsbeleid**

Na de forse daling van de aandelenkoersen is het percentage aandelen in de beleggingsmix onderwerp van kritiek geworden. De schokgolf rond Ahold zal die discussie alleen maar verder aanwakkeren. Hierbij gaat men voorbij aan de langetermijnvisie die ten grondslag ligt aan de principiële keuze voor aandelen in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Pensioenfondsen hebben ten doel om opbrengsten te genereren door verantwoorde beleggingen. De mix tussen risicovolle en vastrentende waarden is een afweging tussen rendement en risico. Nobelprijswinnaars Samuelson en Merton hebben deze problematiek in beeld gebracht<sup>2</sup>. Beleggingen moeten volgens een vaste sleutel tussen aandelen en vastrentende waarden verdeeld worden. Zij concluderen dat alleen de mate van risicoaversie, de risicopremie (het gemiddelde rendementsverschil tussen aandelen en obligaties) en de volatiliteit van de aandelen van belang zijn. Onder pensioenfondsen is een vaak gehoorde redenering dat naarmate het fonds 'rijper' is (relatief veel oudere deelnemers bevat), men minder risico kan dragen en meer in vastrentende waarden moet beleggen. De gedachte hierbij is dat jongeren een langere beleggingshorizon hebben en meer tijd om eventuele verliezen goed te maken. Deze redenering is onjuist. Over de langere horizon loopt men ook meer risico om verliezen op te lopen. Dit hogere risico wordt exact gecompenseerd door de langere beleggingshorizon. Volgens Samuelson en Merton moet ieder pensioenfonds, rijp of jong, dat geconfronteerd wordt met koersverliezen haar aandelenbezit dus niet verminderen. Er moet juist bijgekocht worden om het relatieve gewicht van de aandelen op peil te houden. Zolang fundamentele karakteristieken, zoals de risicopremie en de volatiliteit, van aandelen niet wezenlijk veranderd zijn, is er geen reden om het strategische

beleggingsbeleid bij te stellen. Alleen een gewijzigde risicoaversie van de pensioenfondsen zelf kan hier voor pleiten. Dat het op de beurs tegenzit, is echter geen reden om deze risicohouding aan te passen. Het is wel zo dat de mate van uitkeringen uit het vermogen van het fonds afhankelijk is van de rijkheid van het fonds, maar niet van de beleggingsmix. Volgens Samuelson en Merton moet een pensioenbelegger die met tegenvallende opbrengsten wordt geconfronteerd, dit verlies verdelen tussen de consumptie nu en de (verwachte) toekomstige consumptie in de rest van de looptijd. Vrij vertaald betekent dit voor de huidige situatie dat de verslechterde vermogenspositie van de pensioenfondsen voor jongere generaties (bij gelijkblijvende lonen) moet worden opgevangen door een combinatie van een hogere premiedruk tot aan de pensioenleeftijd en een daling van de verwachte pensioenuitkering na die leeftijd. De compensatie van de koersverliezen wordt dus over de hele toekomstige levensloop gespreid, niet over slechts één of enkele jaren. Ook pensioenvakanties zijn uit den boze. Een dergelijk beleggings- en premiebeleid leidt tot veel geringere schokken in premies dan wat de pvk voorstelt.

### *Gegarandeerde aanspraken op de helling*

Ten tijde van economische teruggang moet iedere generatie dus iets inschikken: premiebetalers door iets hogere premies (en vaak tegelijkertijd ook iets lagere lonen) en pensioengerechtigden door lagere pensioenen. Onze oplossing is dan ook veeleer gelegen in een keuze voor een beschikbare premieregelingstelsel in plaats van een gegarandeerde aansprakenstelsel zoals dit momenteel wordt toegepast. De beschikbare premieregeling zorgt voor een gelijke verdeling van de lasten en lusten tussen generaties, omdat iedere generatie verantwoordelijk is voor zijn eigen lusten en lasten. De pensioengerechtigden krijgen tijdens een recessie een lagere uitkering omdat het vermogen van de fondsen daalt. Er vindt dus geen automatische indexatie plaats. Een beschikbaar premiestelsel zou ook tot betere disciplineren van de pensioenfondsen leiden, omdat deelnemers meer zeggenschap krijgen over hun opgebouwde aanspraken. Deze disciplineren heeft overigens grote voordelen, zoals de onmogelijkheid van pensioenbreuk en meer concurrentie tussen de fondsen, maar dit laten we hier verder in het kader van dit artikel onbesproken.

### *Belegging in obligaties onwenselijk*

Pensioenfondsen worden nu gedwongen om uit aandelen te stappen. Van Ewijk stelt zelfs voor dat pensioenfondsen structureel 'short' gaan in aandelen, zodat fluctuaties in de pensioenpremies niet meer procyclisch doorwerken. De verkochte aandelen zullen moeten worden herbelegd. Obligaties zijn een voor de hand liggend alternatief. Dit is om twee redenen een - voor de toekomst - dure ontwikkeling. Ten eerste is het nu een slecht moment om obligaties te kopen, vanwege het simpele feit dat als aandelen laag geprijsd zijn, obligaties relatief duur zijn. Daar komt bij dat de (gedwongen) afbouw van het percentage aandelen in de portefeuilles een zichzelf versterkend mechanisme is. De koersen zullen hierdoor alleen nog maar verder dalen. Het nu voorgestelde beleid heeft veel weg van de portefeuilleverzekeringsstrategie die de massale verkopen van institutionele beleggers tijdens de beurskrach van oktober 1987 veroorzaakte. De automatische verkoopsignalen van institutionele beleggers zorgden toen voor nog meer koersdalingen, waardoor nog meer verkoopsignalen zich voordeden, etcetera. Omdat pensioenfondsen in belangrijke mate eigenaar zijn van het Nederlands beurskapitaal, zullen ze aan zichzelf moeten verkopen. De gevolgen voor de koersontwikkeling laten zich raden. In de tweede plaats zou een flinke toename van beleggingen in obligaties de opbrengsten voor pensioenfondsen dramatisch omlaag brengen. Eichholtz, Koedijk en Otten hebben vorig jaar laten zien dat een goed gespreide aandelenbelegging op lange termijn ongeveer vier procent beter rendeert dan een obligatiebelegging<sup>3</sup>. Over de afgelopen vijftig jaar leverden aandelen met een gemiddeld rendement van zeven procent daardoor bijna tweemaal zoveel op als obligaties. Aandelen hebben een hoge optiewaarde. Dit blijkt onder andere uit de kans van een op vijf dat de koersen het komende jaar met twintig procent zullen stijgen. Als bovendien bedacht wordt dat het de afgelopen vijftig jaar slechts tweemaal is voorgekomen dat er twee achtereenvolgende jaren met verlies waren, dan is de kans op een positief rendement voor het komende jaar hoog<sup>4</sup>. Ook fundamentele indicatoren, zoals de historisch lage koers-winstverhouding, vergroten de kans op een opleving. De pvk dwingt pensioenfondsen in een zeer kort tijdsbestek het risicoprofiel te verlagen. Dit zal moeten gebeuren via de verkoop van aandelen, terwijl de omgekeerde reactie beter is. Gelukkig hebben veel pensioenfondsen - geheel volgens de boekjes - het afgelopen verliesjaar het laatste gedaan. Dit is pure winst voor de toekomst.

### *Financieringsproblemen voor beursgenoteerde bedrijven*

Pensioenfondsen moeten niet alleen in aandelen blijven beleggen om de opbrengst voor de toekomst veilig te stellen. Een risicovrije belegging van ons pensioenvermogen is vanuit macroperspectief niet goed mogelijk. De afbouw van de aandelenportefeuilles leidt tot financieringsproblemen van beursgenoteerde bedrijven. Aandelen moeten worden verkocht ten gunste van obligaties. Omdat pensioenfondsen en verzekeraars grote partijen zijn op de kapitaalmarkt, leidt dit tot significante verschuivingen in de vraag van aandelen naar obligaties. Ten tijde van de grote tekorten op de overheidsbegroting stond hier aanbod van staatsobligaties tegenover. Thans leidt dit echter onvermijdelijk tot een verschuiving in de financiering van bedrijven van eigen naar vreemd vermogen. Als bedrijven door deze verschuivingen in kapitaalvraag- en aanbod niet minder risicovolle activiteiten zullen ontplooiën, kan op macroniveau het totale bedrijfsrisico niet afnemen. Omdat er minder aandeelhouders zijn om de klappen op te vangen zullen er bij liquidatieproblemen meer obligaties uiteindelijk niet worden afbetaald. Op macroniveau kan het conjunctuurrisico niet worden kwijtgespeeld door het bedrijfsleven anders te financieren. De (impliciete) suggestie van de pvk en bijvoorbeeld Van Ewijk dat dit wel kan, is gebaseerd op een drogredenering.

### *De vraag naar risico is een publiek belang*

Tot nu toe hebben we het risico van aandelen vooral vanuit de vraagzijde bekeken. De Nederlandse pensioenfondsen zijn zo kapitaalkrachtig dat een verschuiving in hun beleggingsstrategie ook belangrijke aanbodeffecten heeft. Het op grote schaal terugschroeven van het aandelenbelang van pensioenfondsen zal het groeipotentieel van de economie knevelen. Pensioenfondsen zijn belangrijke financiers van durfkapitaal. Als bedrijven zich voornamelijk met vreemd kapitaal moeten financieren, dan worden zij gedwongen meer zekerheden te stellen. Dit leidt tot verdringing van meer risicovolle projecten, die gemiddeld hogere opbrengsten hebben. Vanuit een macroperspectief gezien gaat er dan veel dynamiek verloren omdat er te weinig risico genomen wordt. De idee dat er over de toekomstige uitkeringen absolute zekerheid moet bestaan leidt tot een verstarring van de economie. Op microniveau lijken pensioenfondsen minder risico te nemen, maar vanuit macroperspectief betekent deze ijtijd juist méér risico. De groei van de economie zal afnemen, waardoor de pensioenfondsen de vier procent rekenrente niet eens kunnen halen<sup>5</sup>.

### *Overheid kan risico niet beter beheren*

Een kapitalistische samenleving kent onvermijdelijk onzekerheden en risico's. Zodra de schaduwzijde van deze onzekerheid en risico's in beeld komt, zoals nu, kunnen velen dat maar moeilijk verkroppen. Eerder werd door Boot bepleit dat de pensioenen moeten bestaan uit een waardevast en een flexibel deel, die beide gefundeerd worden door kapitaaldekking<sup>6</sup>. Hij bepleit dat het beleggingsrisico voor het waardevaste deel voor rekening van de overheid moeten komen. Ook dit is een drogredenering. De overheid is niet een 'outside player' die onze macro-economische risico's kan verzekeren. Uiteindelijk zijn wij zelf de overheid, premiebetalers en pensioengerechtigden. Als de overheid voor de risico's garant moet staan betekent dit weinig anders dan dat huidige risico's worden afgewenteld op toekomstige generaties. Deze staatssteun ten laste van de belastingbetaler lijkt wederom verdacht veel op het in ons omringende landen onbetaalbaar geworden omslagstelsel. Vanuit macroniveau bekeken, kan men deze onzekerheid alleen maar aan een ander doorgeven. Cyclische macro-onzekerheid kan nu eenmaal niet worden afgekocht en is bovendien noodzakelijk voor de groei van de economie.

## Conclusie

Pensioenfondsen kampen met een tijdelijke onderdekking. De eis om deze onderdekking zo snel mogelijk ongedaan te maken leidt tot serieuze welvaartsvernietiging op zowel de korte als de lange termijn. Het verkopen van aandelen is vanuit macroperspectief een slecht idee. Hiermee gaat de hoge optiewaarde verloren, het leidt tot verdere koersdalingen en de groei wordt uit de economie gehaald. Belastingheffing is geen oplossing omdat dit de solidariteit van het stelsel ondermijnt en de politieke willekeur vergroot. Een geleidelijke overgang naar een beschikbare premieregeling vormt een betere garantie voor het sparen voor de oude dag volgens economische principes. De onderdekking komt vanzelf weer goed: aandelen renderen op termijn beter dan obligaties. De theorie over de optimale samenstelling van beleggings-portefeuilles en optimale consumptiepatronen zijn dan een betere leidraad voor het beleid van pensioenfondsen dan de arbitraire boekhoudregels van de pvk.

---

1 C. van Ewijk, Nieuw pensioenakkoord nodig, ESB, 21 februari 2003, blz. 76-79.

2 A. Samuelson, Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming, Review of Economics and Statistics, 1969, blz. 239-246, en R.C. Merton, Lifetime portfolio selection under uncertainty, the continuous-time model, Review of Economics and Statistics, 1969 blz. 247-257. Een cruciale veronderstelling voor deze resultaten is een nutsfunctie met constante relatieve risicoaversie.

3 P.M.A. Eichholtz, C.G. Koedijk en R. Otten, Aandelen blijven de beste beleggingen, ESB, 1 februari 2002, blz. 90-91.

4 Eigen berekeningen op basis van de ontwikkeling van de Dow Jones-index.

5 Als de reële groei hierdoor zakt tot één procent, in plaats van de gangbare tweeënhalve procent en de ECB haar woord houdt, dan komt de nominale rente op drie procent.

6 A.W.A. Boot, Naar een houdbaar pensioenstelsel, ESB, 7 februari 2003, blz. 52-55.