

Paul Tang
Sweder van Wijnbergen

*Risico
van
rentenieren*

Paul Tang
Sweder van Wijnbergen

*Risico
van
rentenieren*

Inhoud

Samenvatting

Deel 1 – Ruimte voor risico 4

Deel 2 – Risico van rentenieren 6

Deel 1 – Ruimte voor risico

1	Inleiding	12
2	De ruimte voor risico	16
2.1	Het rendement: in het belang van de klant	16
2.2	De mate van zekerheid: self-fulfilling prophesies en systeemfalen	19
2.3	De bereidheid tot risico: vertrouwen	23
3	Conclusie	25
4	Literatuur	26

Deel 2 – Risico van rentenieren

1	Inleiding: (schijn)zekerheid en (zelf)bedrog	29
2	Rendement: sparen en beleggen voor de oude dag	33
2.1	Wat is de oude dag?	33
2.2	Wanneer begint de oude dag?	36
2.3	Van doel naar middel: sparen en beleggen	37
3	Zekerheid: onvermijdelijke individuele en collectieve risico's	39
3.1	Individuele risico's: het succes van paternalisme in de 21ste eeuw	39
3.2	Collectieve risico's: van spook tot schok	41
3.2.1	Lonen en prijzen: schaarste op de arbeidsmarkt en het spook van inflatie	41
3.2.2	Beleggingsrendement: 'veilige' aandelen	42
3.2.3	Levensverwachting: langer leven is nog niet langer werken	47
3.3	Reactie op risico: inkomens –of werkzekerheid	51
3.4	Reactie op risico: de overheid versus pensioenfondsen	56
4	Bereidheid tot risico: betrouwbaar collectief en individuele regie	57
5	Conclusie	61
6	Bijlage: Een gestileerde pensioenregeling	63
7	Literatuur	65

Voorwoord

De taakopvatting van HFC behelst ook het aanjagen van het debat over de toekomst van de financiële sector. Dat is wat we doen met dit stuk over de toekomst van het pensioenstelsel. Het is niet de opinie van HFC die we daarmee voorleggen, maar wel een opinie waarvan we verwachten dat die door haar oorspronkelijkheid bijdraagt aan het debat.

Daartoe hebben we Paul Tang en Sweder van Wijnbergen gevraagd om hun licht te laten schijnen over het begrip risico en vooral ook het begrip risicodeling in de toekomst van het Nederlandse pensioenstelsel. Paul en Sweder kregen daarbij volledig de vrije hand. De keuze voor het begrip risico is echter geen toeval. Er is de laatste 3 jaar een, overigens begrijpelijke, trend naar risicomijding ontstaan. Eerst kregen we de bankencrisis, toen de pensioen crisis, en nu de euro-crisis. Betrokken partijen, of het nou om overheden of toezichhouders gaat, of beroepsgroepen als accountants en actuarissen, ze zijn allemaal bezig met nieuwe regels en zienswijzen die met elkaar gemeen hebben dat ze minder risico en derhalve minder onzekerheid moeten opleveren. De kans op een nieuwe crisis moet naar nul worden gereduceerd. Dit alles onder het motto: 'dit nooit meer'.

Reductie van risico's is echter niet gratis. Risicoreductie zal, indien te ver doorgevoerd, negatieve consequenties hebben voor onze welvaart. In extremis leidt risicomijding tot minder kredietverlening, extreem hoge pensioenpremies, extreem hoge rentes, minder ondernemerschap en minder werkgelegenheid. Verschillende onderzoeken tonen aan dat de nieuwe solvabiliteitsregels voor banken leiden tot 0,3% tot 1% lagere BNP groei. Het gevaar van stapeling van nieuwe regels is ook door de Minister van Financien erkend. In debatten met het parlement is er door hem op gewezen dat op verschillende fronten terughoudend moet worden omgegaan met restricties op de financiële sector.

Tegelijkertijd is duidelijk dat er de afgelopen jaren op sommige gebieden een schadelijke overdaad aan risico's is genomen en dat risicoreducerende maatregelen derhalve noodzakelijk zijn. Dat leidt tot de vraag hoe je als beleidsmaker het onderscheid kunt maken tussen wenselijke risicoreductie, waarbij de lagere kans op economische crises meer waard is dan de reductie in welvaart, en onwenselijke risicoreductie, waarbij de resulterende lagere welvaart op zichzelf het grootste risico vormt voor welzijn en politieke stabiliteit. Er is een theoretisch optimum tussen te veel en te weinig risico en de vraag is of en hoe je dat optimum kunt bepalen.

Die vraag is niet uitsluitend economisch van aard maar is ook afhankelijk van politieke voorkeuren. Economische stabiliteit, en daarmee ook de daaraan gerelateerde maatschappelijke stabiliteit is een welzijnsfactor waarvan de waarde vooral door politieke voorkeuren wordt bepaald. De Angelsaksische landen kennen in zijn algemeenheid een hogere risicobereidheid dan continentaal europa. Dat leidt tot meer volatiliteit in economische groei, hogere groei in tijden van hoog conjunctuur, grotere krimp tijdens recessies. Op die manier uit zich de politieke voorkeur in het vinden van het optimum tussen risico, welvaart en welzijn.

Naast die politieke component is er ook de economische component. De economische wetenschap kan aangeven welke consequenties risicomijding en risicobereidheid voor economische groei en de kans op economische bubbels en daaruit voortvloeiende crises.

De vraag waar het optimum ligt is niet een eendimensionaal probleem waarbij het alleen gaat om welke hoeveelheid risico het 'beste' zou zijn. Risico's vinden immers niet in een eendimensionale wereld plaats, maar zijn ingebed in een uitgebreid stelsel van regels en instituties die mede van invloed zijn op de kans dat een risico materialiseert en de hoeveel schade die ontstaat als het risico materialiseert. De kwaliteit van die instituties en regels hebben dan ook grote invloed op de hoeveelheid risico's die een samenleving kan dragen. Vanuit economisch perspectief zijn er dan ook twee kernvragen: Hoe kunnen we de ruimte voor risico optimaliseren en wat is binnen die gegeven risicoruimte de optimale hoeveelheid risico's?

Bottomline komt het uiteindelijk neer op voorkeuren, willen wij een 100% zeker pensioen tegen zeer hoge kosten nu, of een goedkoop en onzeker pensioen met mogelijk hoge kosten straks? Is dat een keuze die we collectief moeten maken of laten we dat aan individuen over? Actuele thema's waar de politiek en sociale partners het komende jaar over zullen besluiten.

We bedanken de begeleidingscommissie, Roderick Munsters, Rob Becker en Kees Vendrik, en Daan Rovers voor zijn werk aan data, en we wensen u als lezer een goede voortzetting van het debat toe.

15 juni 2011
Sjoerd van Keulen

Samenvatting

Deel 1 – Ruimte voor risico

De samenleving is bewust geworden van de kwetsbaarheid van en voor de financiële markten maar ook van de verdeling van de risico's. In uiteenlopende bewoordingen is dezelfde conclusie te beluisteren: bankiers hebben miljarden aan steun ontvangen die de burgers moeten betalen. Het is zonder meer een eenzijdige verdeling van risico's: in slechte tijden moeten de belastingbetalers de kosten van steun dragen terwijl in goede tijden ze niet de opbrengsten als bonussen en winsten kunnen opstrijken. Mede door deze eenzijdige verdeling is de vraag in hoeverre burgers en bedrijven bereid zijn om risico's van de financiële markten en instellingen te dragen. Nederland zal moeten kiezen welke ruimte voor financiële risico's het biedt. Die ruimte zou moeten afhangen van het maatschappelijk rendement van financiële activiteiten, de omvang van risico's die daarmee verbonden zijn en de bereidheid die risico's te dragen.

Het maatschappelijk rendement van financiële activiteiten is aanwijsbaar. Zo is theoretisch en empirisch aannemelijk dat er een maatschappelijk belang schuilt in de intermediaire functie van de financiële sector, zeker als deze sector dienend is aan burgers en bedrijven. Zo kan de financiële sector indirect economische productiviteit bevorderen door bedrijven in staat te stellen toe te treden en te investeren. Onduidelijk blijft precies welke onderdelen van een sector-overstijgend belang zijn. De risico's van de financiële activiteiten zijn niet altijd zichtbaar. Er is op voorhand geen eenduidig verband tussen het niveau van financiële ontwikkeling en de mate van economische volatiliteit. Die is bovendien empirisch niet te vinden. Maar gevaren ontstaan abrupt, door self-fulfilling prophesies en systeemrisico's. Het eerste gevaar komt voort uit situaties waarin verwachtingen internationale kapitaalstromen op gang brengen en door zichzelf bewaarheid worden. Voorbeelden zijn (deels) de Azië-crisis en de euro-crisis. Het tweede gevaar schuilt in de organisatie van het financiële systeem of, beter gezegd, het gebrek daaraan. De kredietcrisis heeft laten zien dat er cascade van effecten kan optreden.

In de praktijk zal de omvang van de financiële sector in toegevoegde waarde geen goede maat voor de financiële kwetsbaarheid van economie zijn. Landen met een in omvang vergelijkbare sector zijn verschillend geraakt. Naarmate de financiële sector beter functioneert, is een land beter in staat om schokken op te vangen. Het is aannemelijk dat niet de omvang (in toegevoegde waarde) maar de inrichting van de financiële sector ertoe doet. Zo gaat het niet om de omvang van de sector als geheel maar bijvoorbeeld om omvang van banken (in het bijzonder het balanstotaal in relatie tot het inkomen van een land dat als achtervang dient).

De bereidheid om risico's te lopen lijkt verbonden met het vertrouwen in de financiële sector en het toezicht daarop. Dat vertrouwen is niet groot.

Een voorwaarde voor publiek vertrouwen en voor ruimte voor risico lijkt dat de financiële sector – zelf of onder toezicht van de overheid – aannemelijk weet te maken: 1) dat de kans op een abrupt gevaar kleiner en beperkt is geworden; 2) dat schade van die gevaren beperkt zal blijven. Daarbij speelt de verdeling van de schade een belangrijke rol. Wat vooraf acceptabel lijkt, hoeft dat achteraf niet te zijn. Dat speelt met name als partijen onverwacht of onevenredig worden getroffen.

We zullen niet de eersten en de enigen zijn die stellen dat aan de voorwaarden voor publiek vertrouwen nog niet voldaan is. Hier zou de financiële sector zelf meer initiatief moeten tonen.

Deel 2 – Risico van rentenieren

Nog steeds verwacht een groot deel van de bevolking voor hun 65ste te stoppen en bij pensionering 70% van het laatstverdiende loon te krijgen. Het is een vorm van (zelf)bedrog. Elk pensioenstelsel is niet robuust als op enig moment de deelnemers ontdekken dat ze ‘bedrogen’ zijn. Dat moment is misschien de kredietcrisis. Het is aanleiding geweest om het pensioencontract opnieuw tegen het licht te houden. Dat contract biedt nominale garanties voor pensioen die niet zeker zijn gebleken en die niet aansluiten bij de ambities voor de oude dag, nl. een relatieve of absolute levensstandaard als gepensioneerde waaraan men als werkende gewend is geraakt. Door de slechtere financiële positie van de pensioenfondsen zijn die ambities nog verder uit het zicht geraakt. Hierdoor ontstaat de vraag welk pensioen aan welke deelnemers te bieden is. Jong denkt dat zij de rekening betalen en oud denkt dat ook. Hieruit blijkt dat niet alleen het vermogen van maar ook het vertrouwen in pensioenfondsen door de kredietcrisis een klap heeft gekregen.

Probleem is bovendien dat het huidige stelsel slecht is voor de werkgelegenheid. Zo betekenen buffers hogere collectieve premies die werken ontmoedigen. Belangrijker nog, de vaste pensioenleeftijd leidt tot aftellen tot die leeftijd en niet tot beslissen over wanneer te stoppen. Hierdoor investeren werkgevers en werknemers te weinig in het menselijk kapitaal van oudere werknemers. Dit tast hun positie op de arbeidsmarkt aan.

De opdracht is om te komen tot een betrouwbaar stelsel dat bestand is tegen schokken in rendement en trends als vergrijzing, dat duidelijk is over de te verwachten pensioenleeftijd en –inkomen en dat ‘fair’ is volgens de deelnemers. Daarin past een verplichte deelname van werknemers en werkgevers. Dat biedt unieke voordelen: het voorkomt problemen door gebrek aan inzicht en door kortzichtigheid en geeft de mogelijkheid van risicodeling tussen generaties. Dat is de kern van het huidige stelsel en moet dat van een toekomstig stelsel zijn.

Rentenieren is niet zonder risico's

Het is niet mogelijk om de deelnemers te vrijwaren van collectieve risico's. Zo zijn er onvermijdelijk beleggingsrisico's. Het is evenmin wenselijk om voor de deelnemers die beleggingsrisico's te veel te beperken: door het grote rendementsverschil tussen aandelen en obligaties betekent minder beleggingen in aandelen een grote stijging van de premie. Dat rendementsverschil is een premie voor het dragen van risico's.

Rendement op aandelen heeft bovendien op lange termijn ‘veilige’ eigenschappen: mean reversion en samenhang met loongroei (rendement op menselijk kapitaal). Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen houdt onvoldoende rekening met deze eigenschappen. Mean reversion betekent dat arme fondsen riskanter moeten beleggen, maar het omgekeerde lijkt te gebeuren: rijke fondsen beleggen juist riskanter. De samenhang met loongroei doorbreekt bovendien het breed gedeelde uitgangspunt dat jong riskanter kan (laten) beleggen dan oud. Het belang van aandelen moet tijdens de loopbaan oplopen. Met name in de tweede helft van de loopbaan moet het belang het grootst zijn. Het patroon over de tijd is een ‘berg’. Het impliceert tevens dat er geen taboe op investeringen in Nederland hoeft te zijn, als het rendement op deze investeringen en op het menselijk kapitaal van Nederlandse werknemers samenhangen.

Beleggingen in obligaties zijn evenmin zonder risico's. Zo trekt het gevaar van oplopende inflatie veel aandacht. De vrees daarvoor domineert nog niet de financiële markten. Maar door de uitgifte van inflatie geïndexeerde obligaties is er gunstige ruil van risico tussen overheid en pensioenfondsen te behalen. Bovendien is het gevaar voor pensioenfondsen dat schaarste op de arbeidsmarkt de groei van de reële lonen opjaagt en de verplichtingen opschroeft zeker zo belangrijk.

De meevaller van hogere levensverwachting betekent een tegenvaller voor pensioenfondsen die hun verplichtingen zien toenemen en hun financiële positie onder druk zien komen. Die druk is te verlichten door de gerechtigde leeftijd voor ouderdomsuitkering en -pensioen te koppelen aan de levensverwachting. Tegenover het voordeel van langer leven staat dan het nadeel van langer betalen. Het spoort in elk geval met de wens het stelsel betrouwbaarder te maken in die zin dat schokken in levensverwachting niet de positie van pensioenfondsen onder druk zetten.

Het toezichtkader wringt, bijvoorbeeld bij beleggingen in aandelen die op korte termijn grote fluctuaties laten zien maar op lange termijn veiliger zijn: de eisen voor de korte termijn (aan de dekkingsgraad) gaat ten koste van perspectief voor de lange termijn. Sturen op de dekkingsgraad legt de nadruk op de korte termijn terwijl pensioenfondsen een veel langere horizon dan een jaar horen te hebben.

Reacties op collectieve risico's

Omdat het niet mogelijk en evenmin wenselijk is om deelnemers aan pensioenregelingen te vrijwaren van collectieve risico's, is er veel voor te zeggen om die risico's in hun rechten te laten doorklinken. Dat kan soms geleidelijk en moet soms onmiddellijk. Veranderingen in beleggingsresultaat, inflatie, rente en lonen zijn deels tijdelijk en kunnen geleidelijk doorklinken. Deze risico's zijn met toekomstige generaties te delen. Een verandering in de levensverwachting is daarentegen in de regel blijvend en vraagt in principe om een onmiddellijke aanpassing, met uitzondering van deelnemers die vlak voor hun pensioen denken te staan. De risico's over het pensioen moeten in beeld komen, voor de deelnemers en onder toezicht van DNB. Wel moet tegenover het nadeel van risico's het voordeel van een hoger (verwacht) pensioen staan.

Rekening houden met individuele verschillen

Er moet meer met individuele verschillen rekening gehouden worden. Terwijl werkende deelnemer nog de mogelijkheid hebben om extra te sparen en te werken hebben gepensioneerde deelnemers dat niet. Het ligt daarom voor de hand de werkenden meer risico dragen dan de gepensioneerden.

Hoewel veel aandacht naar de 'battle of generations' en de herverdeling tussen jonge en oude generaties, is de herverdeling binnen een generatie is zeker zo belangrijk. Ten eerste verschillen deelnemers in dezelfde generatie in levensverwachting. Hierdoor betalen laagopgeleiden premie voor het pensioen van hoogopgeleiden. Perverse solidariteit is moeilijk te verdedigen. Het is te beperken door de pensioengrondslag te maximeren. Ten tweede verschillen deelnemers in hun arbeidsmarktpositie aan het einde van hun loopbaan. Door een lage productiviteit of slechte gezondheid loont het voor sommigen niet om door te werken. De mogelijkheid van een vroegpensioen met een inkomenstoets is dan welkom.

Naar herstel van vertrouwen

Het herstel van vertrouwen vereist een betrouwbaar collectief contract en individuele regie.

Een betrouwbaar collectief contract

Bij een betrouwbaar contract klinken de risico's in de regel geleidelijk in de rechten van deelnemers door. Hierdoor staan niet langer nominale garanties maar reële ambities centraal. Vele deelnemers zullen hun verwachtingen moeten aanpassen: 70% van het laatstverdiende loon is een vorm van (zelf)bedrog. Hiermee wordt duidelijk welke deelnemers welke risico's dragen en is het stelsel tevens beter tegen schokken en trends bestand. Wel moeten of kunnen er onderlinge waarborgen zijn. Zo hebben werkende deelnemers nog het vermogen te reageren op tegenvallers en gepensioneerde deelnemers niet. Voor het dragen van risico's moeten de werkende deelnemers wel beloond worden.

Met zo'n contract zal de rol van werkgevers veranderen. Wie betaalt bepaalt. Dat zijn niet langer de werkgevers. Vroeger of later betalen werknemers voor hun pensioen: of via hogere werknemerspremies of via lagere lonen dankzij hogere werkgeverspremies.

Individuele regie

Met individuele regie krijgen deelnemers het vermogen te reageren op risico's. Dat vermogen is ook van waarde. Er is misschien slecht nieuws maar dat zijn nog geen voldongen feiten.

Halverwege de loopbaan moeten de werkende deelnemers kunnen kiezen voor individueel bijsparen in de collectieve regeling. Hogere collectieve premies zouden werken ontmoedigen en de werkgelegenheid aantasten.

Aan het einde van de loopbaan moeten de deelnemers kunnen kiezen tussen de duur van werken en de hoogte van het pensioeninkomen. Op dit moment is die keuze beperkt, door de arbeidsmarkt voor oudere werknemers. Een voorname complicatie is dat tegen het einde van de loopbaan investeringen in werknemers (door de werknemers zelf en de werkgevers) afnemen en de positie op de arbeidsmarkt verzwakt. Werknemers en werkgevers tellen af tot de officiële leeftijd; ze nemen geen beslissing over de optimale leeftijd. Hierdoor verzuimen ze om te investeren in menselijk kapitaal en verzwakt de positie van oudere werknemers onnodig.

Individuele regie vraagt daarom om een andere arbeidsmarkt voor oudere werknemers. Dit betekent een spilleeftijd, die gekoppeld is aan de levensverwachting, met bandbreedte om eerder of later te stoppen. Naarmate mensen langer doorwerken, zullen zij een hogere ouderdomsuitkering en -pensioen ontvangen. Vanaf een minimumleeftijd (in combinatie met een inkomenstoets) kunnen mensen bij pensionering kiezen voor een relatief lage ouderdomsuitkering en -pensioen. Verplicht ontslag bij de spilleeftijd past hierbij niet; dat geschiedt op de maximumleeftijd. Dit betekent afspraken tussen werkgevers en werknemers om investeren in en door oudere werknemers aan te moedigen.

Risico van rentenieren in 7 stellingen

- 1 Alles is weinig voor wie niet weinig verwacht (vrij naar J.C. Bloem).
- 2 Rentenieren zonder risico's is niet wenselijk. Daarvoor is het rendementsverschil tussen riskante en niet zo riskante beleggingen te groot.
- 3 Aandelen zijn op termijn verrassend veilig. Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen maken niet gebruik van de 'veilige' eigenschappen van aandelen. In tegendeel zelfs, uitgangspunten lijken dat rijke fondsen riskanter kunnen beleggen dan arme fondsen en dat jonge werknemers meer risico kunnen dragen dan oude werknemers.
- 4 De solidariteit is soms pervers. De 'battle of generations' trekt ten onrechte meer aandacht dan de verschillen binnen generaties in levensverwachting en arbeidsmarktpositie. Meer solidariteit binnen generaties vraagt om maximering van de pensioenopbouw en de mogelijkheid van vroegpensioen (met een inkomenstoets).
- 5 Risico's vraagt om vermogen te reageren op die risico's. Latere pensionering is de meest effectieve reactie op een tegenvallend pensioen.
- 6 Individuele regie is nodig, naast een betrouwbaar collectief contract, voor herstel van het publiek vertrouwen.
 - a. Een betrouwbaar collectief contract is duidelijk over de ambities en over wie welke risico's draagt. Dat is op dit moment niet het geval.
 - b. Individuele regie is nodig in het midden en aan het einde van de loopbaan. Dat vereist de mogelijkheid van individueel sparen binnen een collectieve regeling en een bandbreedte voor de pensioenleeftijd met pas verplicht ontslag op de maximumleeftijd.
- 7 Met een vergrijzende arbeidsmarkt kunnen werkgevers niet langer haast klakkeloos de voorkeur aan jongere werknemers geven maar zullen ze het talent en de ervaring van oudere werknemers moeten behouden. Dat vereist nieuwe combinaties werken en leren voor oudere werknemers en harde afspraken daarover in CAO's.

Deel 1

Ruimte
voor
risico

1 Inleiding

Met de uitbarsting van de kredietcrisis is Nederland zich bewust geworden hoe kwetsbaar een moderne samenleving voor financiële markten is. Die markten kennen grote schommelingen in sentimenten en schokken in waarde. Lang niet altijd hebben schommelingen en schokken grote gevolgen. Per saldo zijn de jaren voor de kredietcrisis juist gekenmerkt door economische stabiliteit. Deze periode van 'Great Moderation' – zie het tekstkader op de volgende pagina – heeft ook veel economen de risico's van financiële markten doen onderschatten. Maar soms zijn de gevolgen groot. Alleen al de redding van Fortis en ABN-Amro heeft een groot bedrag geveerd waarvan onduidelijk is hoeveel de belastingbetaler zal terugkrijgen. Maar ook pensioenfondsen zijn al twee keer in tien jaar tijd met problemen geconfronteerd, bij het barsten van de dotcom-bubbel en bij het uitbreken van de kredietcrisis. Belangrijker nog, dit keer is ook de reële economie hard geraakt.

De samenleving is zich niet alleen bewust geworden van de kwetsbaarheid van en voor de financiële markten maar ook van de verdeling van de schade. Van Geert Wilders tot Doctors van Leeuwen, de vroegere voorzitter van de AFM, is in uiteenlopende bewoordingen de dezelfde conclusie te beluisteren: bankiers hebben miljarden aan steun ontvangen die de burgers moeten betalen. Het is zonder meer een eenzijdige verdeling van risico's: in slechte tijden moeten de belastingbetalers de kosten van steun dragen terwijl in goede tijden ze niet de opbrengsten als bonussen en winsten kunnen opstrijken.

Ruimte voor risico?

Door de (eenzijdige) schade van de kredietcrisis is de vraag in hoeverre burgers en bedrijven bereid zijn om het risico's van de financiële markten en dus van financiële instellingen te dragen. De roep om hardere eisen aan financiële instellingen is groot: hogere kapitaaleisen aan banken, geen handel voor eigen rekening, een bankbelasting, scheiding van spaar- en investeringsbanken, Europese voorwaarden aan steun, enzovoort. Natuurlijk heeft dit gevolgen voor de financiële instellingen. Tegelijkertijd willen burgers en bedrijven niet die gevolgen merken, laat staan zelf risico's dragen: de garantie op spaartegoeden is verhoogd, de rente op spaartegoeden is te laag, de marges op hypotheekleningen moeten omlaag, banken moeten aan bedrijven krediet blijven verstrekken, pensioenfondsen moeten niet afstempelen, enzovoort.

De eisen aan financiële instellingen zijn op zichzelf onverenigbaar. Hoge spaarrentes en goedkopere kredieten zullen banken niet gezonder maken, en goede en gegarandeerde pensioenen zullen de positie van pensioenfondsen niet versterken. Men wil het voordeel maar niet het nadeel.

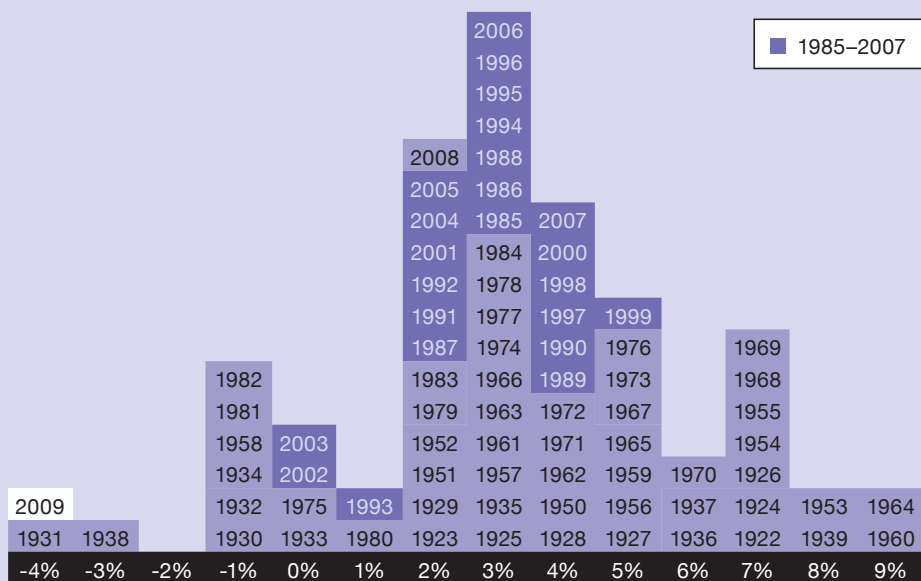
'The great moderation'

'The great moderation' heeft ook veel economen blind gemaakt voor de risico's van financiële markten. De periode na de recessie in de jaren tachtig en voor het uitbreken van de kredietcrisis is gekenmerkt door economische stabiliteit. Hiervoor zijn verschillende verklaringen naar voren gebracht. Zo zou de opkomst van informatie- en communicatietechnologiën de economie zo hebben veranderd dat de economische conjunctuur minder sterk is.

De figuur brengt 'the great moderation' voor Nederland in beeld. In de jaren dertig, vijftig en zeventig is een zeer lage groei of krimp gevolgd door een zeer hoge groei. Dan springt de economie heen en weer. Vergelijk de jaren 1934 met 1936, 1958 met 1960 en 1975 met 1976. Vanaf halverwege de jaren tachtig zijn de uitslagen in de economische conjunctuur kleiner dan voorheen, zowel naar beneden als naar boven. Zo blijft Nederland in de 'slechte' jaren in 2002 en 2003, na het barsten van de dotcom-bubbel een economische krimp bespaart. Maar met de kredietcrisis is iedereen niet langer verblind door 'the great moderation'. Het jaar 2009 is vergelijkbaar met het dieptepunt in de jaren dertig, 1931.

'The great moderation' is voor een belangrijk deel toe te schrijven aan de geleidelijke neergang van de industriële sector, zo tonen Carvalho en Gabaix (2010). Tegelijkertijd is deze neergang nauw verbonden met de opkomst van de financiële sector. Studenten aan hogescholen en universiteiten kiezen niet voor banen in de maakindustrie maar voor een carrière in dienstverlening en bij financiële instellingen. Maar ook de financiële sector is en maakt niet immuun voor economische pieken en dalen.

Economische groei in Nederland 1922-2010



Bron: CBS

Het is aan beleidsmakers, toezichhouders en de financiële instellingen zelf om een nieuwe balans te vinden, door een brug tussen uiteenlopende eisen en naar de burgers en bedrijven te slaan. Het gevaar is daarbij dat met alle nieuws over steun aan banken, problemen bij pensioenfondsen en leningen aan landen de ontvanke-lijkheid voor een nieuwe balans niet groot is. Bovendien, op dit moment missen de toezichhouders en de financiële instellingen zelf nog de geloofwaardigheid om overtuigend nieuwe balans uit te dragen. Een defensieve houding tegenover het publiek versterkt dit: het wekt toch vooral de indruk dat van fouten uit het verleden niet geleerd is.

Naar een nieuwe balans binnen nieuwe verhoudingen

Een nieuwe balans tussen de eisen aan de financiële sector is nodig en moet een besef van nieuwe verhoudingen weerspiegelen. Het is niet zo dat als de kredietcrisis bezworen is en de eisen aan financiële instellingen opgeschroefd zijn, de afhankelijkheid van financiële markten verdwenen is. De uitbarsting van de kredietcrisis kan niet zonder een breuk: er is in de wereldeconomie een omslag van industrieel naar financieel kapitalisme geweest, en nog gaande. Probleem is dat onze instituties stammen uit de tijd van het industrieel kapitalisme en nog niet toegesneden op de periode van financieel kapitalisme. Het is duidelijk dat de traditionele instrumenten tot stabilisatie van de economie, nl het monetair en budgettair beleid, niet toereikend zijn om een stabiele groei van de economie te waarborgen. Nu moeten er andere instituties en nieuwe instrumenten komen om die de stabiliteit op financiële markten en daarmee van de economie te borgen. Het lastige is dat mondialisering van markten zich slecht verhoudt met zeggenschap door nationale staten. De redding van ABN-Amro en Fortis is hiervan een illustratie. De bank is alleen te redden geweest door het in nationale stukken te scheuren.

Zonder risico is er geen rendement. Zeker voor Nederland geldt dit. Nederland heeft volop deelgenomen aan de financiële opmars: banken zijn grote, multinationale ondernemingen geworden; Nederland is als netto spaarder een belangrijke investeerder in het buitenland, in het bijzonder in de Verenigde Staten; het pensioenvermogen is groter dan het nationaal inkomen en voor een belangrijk deel in het buitenland belegd. Dus Nederland zal moeten kiezen welke ruimte voor financiële risico's er is.

De volgende paragraaf zal proberen de gedachten over die keuze te ordenen. Het biedt hiervoor een algemeen kader voor deze keuze met systematische aandacht voor rendement, omvang van risico's en (maatschappelijke) bereidheid tot het dragen van die risico's. Dit zijn de factoren die ruimte voor risico moeten bepalen. Met bevindingen uit de economische literatuur worden deze factoren kort geïllustreerd. In het daarop volgende deel wordt de ruimte voor risico nader bekeken voor pensioenen. Dit is het eigenlijke onderwerp van dit discussiestuk. We willen rentenieren maar zorgeloos is dat niet.

Van contact naar contract: van industrieel naar financieel kapitalisme

Verschillende krachten hebben de structuur van de economie wezenlijk veranderd. Er is sprake van een breuk in de economische ontwikkeling, tussen industrieel en financieel kapitalisme.

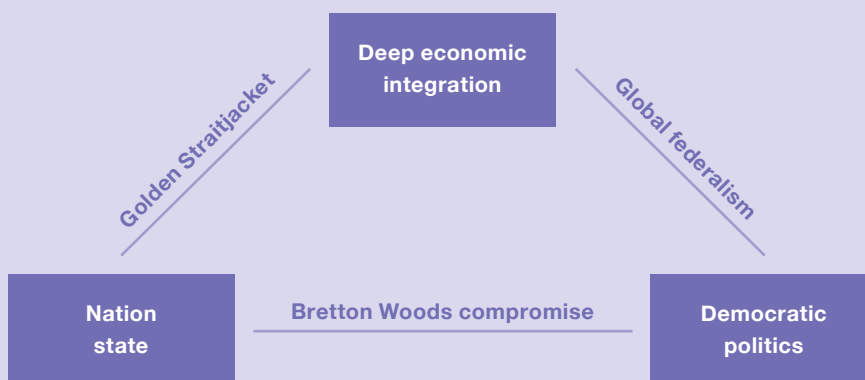
Het *industrieel kapitalisme* wordt gekenmerkt door internationaal opererende en kapitaalintensieve bedrijven. Dit is gevoelig voor schokken op grondstoffenmarkten zoals olie, in de vorm van handelsoorlogen en door grillen van consumenten. Bij een tegenslag kunnen de kapitaalintensieve bedrijven zich moeilijk aanpassen: de investeringen zijn reeds gedaan. Bovendien, onderbenutting van het industrieel kapitaal gaat gepaard met minder effectieve (investerings)vraag en grote conjuncturele uitslagen. Het is in deze context dat actief monetair en fiscaal beleid van waarde is, door het stabiliserend effect op de economie.

De omslag naar *financieel kapitalisme* is gebeurd onder invloed van de toegenomen mogelijkheden tot het uitwisselen van informatie en het vergaren van kennis. Informatie en kennis vraagt een minder omvangrijke investering dan industrieel kapitaal en biedt daarmee meer flexibiliteit. Kenmerkend is daarbij dat relaties minder contacten en meer uit contracten bestaan. Die contracten zijn van kortere duur dan die contacten. Veranderingen gaan daarmee sneller dan vroeger. Het is daarmee het kapitalisme en niet het communisme dat de 'permanente revolutie' van Leon Trotsky voortbrengt.

Juist de financiële sector heeft als geen ander gebruik maakt van hooggeschoolde werknemers en van informatietechnologieën. De financiële markten en instellingen zijn in omvang en in reikwijdte stormachtig gegroeid. Toch is een belangrijk kenmerk van deze markten en daarop opererende instellingen onveranderd: het gaat om vertrouwen. Juist vertrouwen is onderhevig aan schokken.

De mondialisering van financiële markten vraagt om nieuwe instituties. Dani Rodrik wijst op een 'trilemma': in zijn ogen is het onmogelijk om democratische besluitvorming, de nationale staat en mondiale integratie goed te combineren.

Het politieke trilemma in de wereldeconomie



2 De ruimte voor risico

Reddingsoperaties voor banken en euro-landen hebben velen schrikachtig gemaakt, waardoor risico toch als een serieuze bedreiging klinkt en rendement als een valse belofte. Dit kan de maatschappelijke ruimte voor risico's inperken. Maar schrik kan bezwaarlijk als leidraad voor een keuze dienen. Het is daarom goed om in dit deel enig zicht te bieden op in de factoren die de ruimte voor risico van financiële activiteiten zouden moeten bepalen.

Om de keuze voor de ruimte voor risico beter inzichtelijk te maken is het handig om een drietal factoren te onderscheiden: 1) de hoogte van het rendement; 2) de mate van zekerheid; 3) de (maatschappelijke) bereidheid tot risico's. De ruimte voor risico is niet los te zien van het rendement en de hang daarnaar. Net zo als een gokje soms het geld en het plezier waard is, is (de kans op) een verlies makkelijker te dragen in de wetenschap dat (een kans op) de winst relatief groot is. Het hoogte van het rendement zal echter in verhouding moeten staan tot omvang van risico's en tot de bereidheid om risico's te lopen. Anders gezegd, de ruimte voor risico is groter naarmate het verwachte rendement, de mate van zekerheid en de bereidheid tot risico groter is.



Tussen de samenstellende elementen kan een afruil zijn. Zo kan een hoger rendement minder zekerheid impliceren. Maar een afruil is er lang niet altijd. Een indeling in drie factoren biedt daarom een structurering om de afweging tussen maatschappelijk rendement en risico te maken en om de ruimte voor risico te optimaliseren. Dit kan zowel voor burgers en bedrijven afzonderlijk als voor de samenleving in z'n geheel. Naast structurering is een invulling nodig die aansluit bij een welvaartseconomische onderbouwing, zoals bij een maatschappelijke kosten-batenanalyse gebruikelijk is.

2.1 Het rendement: in het belang van de klant

De maatschappelijk welvaart is gediend met een steeds betere invulling van de verschillende functies door de financiële sector. Die functies zijn over de tijd in essentie onveranderd maar wel steeds een andere invulling gekregen:

- bevorderen van handel in goederen en diensten;
- toewijzen en beheren van fondsen tot investeren;
- vergemakkelijken van sparen;
- mogelijk maken van verzekeren en beheersen van risico's.

Deze functies komen erop neer dat de financiële sector fondsen verplaatsen: zo kunnen burgers en bedrijven krediet verkrijgen in de meest afgelegen oorden,

investeren in mijnbouw aan de andere kant van de wereld, sparen voor een halve eeuw later, zich indekken tegen een tegenvaller in de graanprijs of in de vorm van stormschade.

Vaak zijn financiële producten een menging van de verschillende functies. Zo is een primair doel van een pensioenfonds het sparen voor de oude dag (fondsen worden verplaatst over de tijd, van een jonge naar een hoge leeftijd). Tegelijkertijd biedt een pensioenfonds een verzekering tegen langlevens (fondsen worden tussen de gebeurtenissen van een vroege en een late dood) en de mogelijkheid om te investeren (fondsen worden verplaatst tussen plekken van spaarders en investeerders).

Door proces- en productinnovaties krijgen de verschillende functies een andere invulling. Dat is niet altijd terug te vinden in economische statistieken. Zo wordt het comfort van internetbankieren of het gemak van pinautomaten niet gemeten met een maatstaf als het bruto nationaal product. Dat is niet onbelangrijk. Ter illustratie, Paul Volcker, een vroegere voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve, heeft ooit de pinautomaat de belangrijkste innovatie in de financiële sector genoemd. "It really helps people, it's useful." Zeker, maar u zult de pinautomaat niet terugvinden in de economische statistieken.

Innovatie in de financiële sector komt deels wel tot uitdrukking in de economische statistieken. Een direct effect is een hogere toegevoegde waarde van de financiële sector zelf, dat bijvoorbeeld wordt uitbetaald in hogere lonen en hogere winsten. Zeker is dat door automatisering en informatisering de financiële sector veel kostenbesparingen heeft kunnen realiseren. Een verschil in productiviteitsgroei duidt erop dat de Verenigde Staten hierbij grotere successen heeft geboekt dan Europa.¹ Een indirect effect kan ontstaan door de doorwerking op de economie. De financiële sector is een belangrijke leverancier aan het overige bedrijfsleven en kan daarmee een indirecte bijdrage aan economische groei leveren door de verschillende functies beter en innovatief te vervullen. Dit kan uiteenlopende manieren, van een betere selectie van bedrijfsplannen, bijvoorbeeld via venture capital, tot afdekken van risico's, bijvoorbeeld een tegenvaller door brand of tegen- en meevallers van de fluctuerende dollarkoers.

Een indirect effect is soms niet meer of minder dan een herverdeling: een kostenbesparing in een sector wordt via prijsverlaging doorgegeven aan andere sectoren. In sectorstudies wordt dat in de regel niet onderkend. Als alle indirecte effecten van alle sectoren worden opgeteld, resulteert een som die een veelvoud van nationaal product is.² Dit is een gevolg van dubbeltellingen. Een indirect effect is soms wel een bijdrage aan het nationale product, als er een structurele verbetering van de economie is. Bij financiële intermediatie is dat te verwachten in zoverre veranderingen daarin zorgen voor een betere verdeling van middelen, bijvoorbeeld ten koste van laagproductieve en ten gunste van hoogproductieve bedrijven.

¹ Zie bijvoorbeeld van Ark ea (2008).

² In Koopmans ea (2002) staat een uitgebreide discussie over indirecte effecten. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen welvaartsgenererende en welvaartsverdelende effecten. Daarbij is vaak van belang in hoeverre de indirecte effecten via het prijsmechanisme of via een andere mechanisme tot stand komen.

Het indirecte effect van financiële sector: in het belang van de klant

Het is zeker zo dat met de ontwikkeling van de economie en samenleving de reikwijdte van de financiële sector uitbreidt. Hogere investeringen gaan gepaard met een grotere behoefte aan financiering daarvan. Maar het omgekeerde is ook waar: de ontwikkeling van de financiële sector draagt belangrijk bij aan economische groei. Dit geeft een indicatie – weliswaar grof maar belangrijk – dat het indirecte effect van de financiële sector meer is dan herverdeling.

Het voert te ver voor dit stuk om een overzicht van de talrijke empirische studies naar de interactie tussen financiële ontwikkeling en economische groei te bieden. Levine (2004) trekt uit ruim 10 jaar van deze studies tweetal conclusies. Ten eerste, de ontwikkeling van de financiële sector heeft een zelfstandige en substantiële bijdrage aan de economische groei. Deze bijdrage is substantieel in de zin dat er voorbeelden zijn van landen die door financiële ontwikkelingen een half procent extra groei per hoofd van de bevolking hebben gezien. Ten tweede, de economische winst van financiële ontwikkeling is sterk verbonden met de mogelijkheid tot investeren. Nog vaak zijn bedrijven en bedrijfjes beperkt in mogelijkheid tot investeren en blijven goed renderende mogelijkheden tot investeren liggen omdat de benodigde financiering ontbreekt. Het is een klassieke taak van de financiële sector om beperkingen op financiering van investeringen op te heffen. De economische groei is maar voor een (klein) deel verbonden de accumulatie van fysiek kapitaal maar ook met toetreding van nieuwe bedrijven en concurrentie op markten en zeker met technologische en organisatorische verbeteringen, die de factorproductiviteit verhogen.

Internationalisering is een apart en opvallend onderdeel van de stormachtige ontwikkeling in de financiële sector geweest. Het is niet alleen opvallend maar ook omstreden. Als Nobelprijswinnaar Stiglitz (2005) ‘the discontent of globalization’ verwoord, richt hij zich met name op het destabiliserend effect van financiële openheid. Bovendien moeten Kose ea (2009) constateren dat er geen duidelijk verband is tussen economische groei en financiële openheid. Dat betekent nog niet dat financiële openheid deze gebieden en landen geen enkel voordeel heeft opgeleverd. Zo is er een nauwe samenhang tussen openheid voor directe buitenlandse investeringen en groei van factorproductiviteit. Het is aannemelijk dat deze landen profiteren op verschillende manieren van de kennis en kunde die buitenlandse investeerders met zich meebrengen. Daar staat tegenover dat Kose ea eveneens een negatieve samenhang vinden tussen buitenlandse schuld en groei. Het is niet zo dat elke innovatie – in dit geval het betreden van nieuwe markten door financiële instellingen – een vanzelfsprekend positief effect heeft. Dat geldt zeker voor ontwikkelingslanden waar de financiële en bestuurlijke instituties nog niet volop ontwikkeld zijn.³

Het aantal conclusies uit een overzicht van empirische studies is maar beperkt. Veel van de empirische studies zijn vergelijking van landen over de tijd. Een dergelijke vergelijking is vaak gevoelig voor steekproef, steekproefperiode, enzovoort. Dit staat het trekken van robuuste conclusies in de weg. Bovendien is een probleem dat ideeën over de functies en vormen van financiële intermediatie verfijnder zijn dan de

³ Ondanks internationalisering blijft lokale financiering van apart, groot belang. Ter illustratie, uit een vergelijken van Italiaanse regio's door Guiso ea (2002) blijkt onder meer dat in financieel sterk ontwikkelde regio's de kans op het st arten van een bedrijf groter is en de leeftijd bij het starten lager is.

empirische mogelijkheden tot toetsing. Zo is het lastig een goed onderscheid te maken tussen de functies van de financiële sector, tussen directe of indirecte effecten of tussen karaktereigenschappen van financiële instellingen (bijv. nationale versus internationale banken).

Duidelijk is dat er een groot maatschappelijk belang schuilt in de intermediaire functie van de financiële sector, zeker als deze sector dienend is aan burgers en bedrijven. Indirect kan de financiële sector economische productiviteit bevorderen door bedrijven in staat te stellen toe te treden en te investeren. Onduidelijk blijft precies welke onderdelen van een sector-overstijgend belang zijn. Zo zijn er activiteiten voor export, zoals advies over fusies en overnames of kennis van pensioenadministratie, waarvan niet de verwachting is dat deze een indirect, sector-overstijgend effect op Nederland hebben. Daar staat tegenover dat deze activiteiten voor de export ook niet los zijn te zien de functies die de financiële sector voor de Nederlandse economie en samenleving vervult. De samenhang wordt in de economische literatuur niet duidelijk in beeld gebracht.

2.2 De mate van zekerheid: self-fulfilling prophecies en systeemfalen

De kredietcrisis heeft duidelijk gemaakt dat het maatschappelijk rendement van financiële ontwikkeling niet zonder risico is. Sterker nog, het is te zien als een weinig geruststellend voorbeeld van het idee dat een kleine schok een groot gevolg kan hebben. De schok is ontstaan op één markt in één land, te weten de huizenmarkt in de Verenigde Staten. Maar de schok heeft zich voortgeplant naar de financiële instellingen, niet alleen in de Verenigde Staten maar ook elders, en naar de wereldwijde economie. Dit systeemrisico is onderschat: nog na de val van Lehman Brothers is door veel economen verondersteld dat de schok niet de transatlantische oversteek zou maken. Zo heeft het Centraal Planbureau in korte tijd de voorspelling voor economische groei drastisch moeten bijstellen.

Wat is risico?

Om na te gaan wat het risico van financiële activiteiten voor een land als Nederland zijn, moet duidelijk zijn wat risico is. Er zijn verschillende betekenissen aan het woord te verbinden:

- een kans op een tegenvaller
- de mogelijkheid van per saldo gelijkwaardige mee- en tegenvallers
- onzekerheid

De eerste betekenis is belangrijk in alledaags gebruik. Risico is dan een kans op een negatieve gebeurtenis zoals kostenoverschrijding bij een project of gezondheidsschade van een product. Er zijn derhalve slechts tegenvallers waar tegenover geen meevallers staan. De tweede betekenis is verwant aan een statisch begrip als variantie. Er zijn mee- en tegenvallers rondom een gemiddelde uitkomst. Zowel de gebeurtenissen als de kansen op die gebeurtenissen zijn goed te definiëren maar niet noodzakelijkerwijs goed vast te stellen. Risico is dan een maat voor de (gemiddelde) afwijking ten opzichte van de gemiddelde uitkomst. Het klassieke voorbeeld is een dobbelsteen, met een gemiddelde uitkomst van $3\frac{1}{2}$ en een gemiddelde afwijking van $1\frac{1}{2}$. Maar niet altijd zijn uitkomsten goed te definiëren, laat staan de kansen daarop

goed vast te stellen. De derde betekenis laat zich het best omschrijven als (fundamentele) onzekerheid. Zo is de vraag of een volgende kredietcrisis te voorkomen is, nauwelijks ontkennend te beantwoorden. Men mag veronderstellen dat een nieuwe crisis een nieuwe gedaante aanneemt waardoor die crisis moeilijk te herkennen en te voorspellen is. Het vermogen om die nieuwe crisis beeldend voor te stellen schiet tekort. Bij (fundamentele) onzekerheid zijn gebeurtenissen moeilijk voor te stellen en te voorspellen, laat staan dat er kansen aan die gebeurtenissen gehecht kunnen worden.

In het vervolg zal risico in de tweede betekenis gebruikt worden: er is sprake van gelijkwaardige mee- of tegenvallers rondom een gemiddelde uitkomst.⁴ In een andere betekenis vermijden we het woord risico en zullen we consequent spreken over (een kans op) tegenvallers of over onzekerheid.

Het indirecte effect op de reële economie: self-fulfilling prophecies

Financiële ontwikkeling bevordert innovatie door beperkingen aan financiering te slechten en de mogelijkheid tot investeren in brede zin te vergroten, zo concludeert onder andere Levine (2004). De daarmee verbonden winst overstijgt het directe economische belang van de financiële sector. Zijn daarmee ook risico's verbonden? Zo is het denkbaar dat de risico's van nieuwe, innovatieve activiteiten meer dan gemiddeld kunnen zijn. Echter, wat geldt op het niveau van een project of bedrijf geldt nog niet op het niveau van de economie als geheel. De individuele risico's van innovatieve projecten en bedrijven hoeven niet op te tellen tot een macro-economisch risico voor een land; de individuele risico's kunnen tegen elkaar wegvallen. Maar de wet van de grote getallen hoeft niet op te gaan. Zo is het denkbaar dat financiële ontwikkeling gepaard gaat met sectorale specialisatie of met de opkomst van een paar relatief zeer grote bedrijven. In die gevallen wordt land kwetsbaarder voor specifieke schokken en staat tegenover de winst van specialisatie een verlies door hogere risico's.

Het slechten van financiële beperkingen betekent ook betere toegang tot financiële markten en instellingen en daarmee een nieuwe mogelijkheid om risico's te spreiden. Juist omdat economische specialisatie met financiële diversificatie hand in hand gaat, is te betogen dat financiële ontwikkeling juist leidt tot een hogere maar tot een meer gestage groei (Acemoglu en Zilibotti, 1997). Bovendien kunnen (nieuwe en bestaande) bedrijven tijdelijke schokken makkelijker opvangen als zij goede toegang tot financiële markten en instellingen hebben. Er is een mooie empirische illustratie hiervan: volatilititeit van reële wisselkoersen hebben een negatief effect op economische groei, maar alleen in landen waar de financiële markten en instellingen nog onderontwikkeld zijn (Aghion ea 2006). In die landen kunnen tijdelijke schokken bedrijven blijvend in problemen brengen, omdat de aantrekken van tijdelijke middelen lastig is.

⁴ Een technische maat voor risico komt overeen met een (statistische) spreiding van mee- en tegenvallers. Maar zo'n technische maat is nog geen goede indicatie voor de marktprijs voor of maatschappelijke waarde van risico. Zo zijn sommige risico's te spreiden, waardoor tegenover een tegenvaller op ene plek een meevaller op een andere plek staat. Als risico's te spreiden zijn, is de waarde of prijs van die risico's ter verwaarlozen. Omgekeerd, de waarde of prijs van een mogelijke tegenvaller (of meevaller) komt vooral door de samenhang met andere tegenvallers. Zo is een lage opbrengsten van een belegging is erger naarmate meer beleggingen ook al een lage opbrengst hebben. Het gaat niet om de spreiding maar om de samenhang in de spreiding.

Er is op voorhand geen eenduidig verband tussen financiële ontwikkeling en economische volatiliteit. Die is empirisch niet te vinden. Dat is misschien verrassend. Er zijn duidelijke voorbeelden van speculatieve zeepbellen, als de dotcom-manie en in sommige landen de hausse op de huizenmarkt. Het ontstaan en barsten van die zeepbellen kunnen schade berokkenen. Het ontstaan gaat gepaard met over-investeringen, bijvoorbeeld in achteraf waardeloze internetbedrijfjes of bouwprojecten. Het barsten kan een economie in een neerwaartse spiraal brengen. Toch zijn deze zeepbellen niet uniek toe te schrijven aan financiële veranderingen. Mania zijn van alle tijden en alle plaatsen. Bovendien lijkt vaak een ruim monetair beleid ook een rol te spelen.

Problemen zijn wel de situaties met self-fulfilling prophesies. De speculatie tegen de Engels pond in 1992 maakte van Soros een rijk man. Om de externe waarde van de pond te behouden moest de Engelse centrale bank de rente steeds hoger laten oplopen, waardoor de Engelse economie een dreun dreigde te krijgen. Dit was uiteindelijk geen geloofwaardige optie. Dit maakte dat de voorspelling van Soros en in zijn kielzog vele anderen moest uitkomen. Een vergelijkbare mechanisme treedt op bij de euro-crisis. Als het geloof verdwijnt dat een overheid de rente op schulden kan voldoen, dan loopt de rente op en kan de overheid op een gegeven moment die rente niet meer voldoen.

De volatiliteit van de reële economie zegt nog bepaald niet alles over het belang van het risico's voor burgers en bedrijven afzonderlijk. Lang niet elke burger of bedrijf is goed in staat om schokken op te vangen. Zo zijn kleine bedrijven nog steeds afhankelijk van bankfinanciering, hebben starters op de arbeidsmarkt vaak alleen inkomen uit één betrekking, hebben gepensioneerden vaak alleen een inkomen uit ouderdomsuitkering en pensioen, is voor veel gezinnen het huis hun enige vermogen, enzovoort. Veel partijen kunnen nog steeds risico's niet of slechts beperkt spreiden. Dat maakt ze kwetsbaar. Dit komt niet (voldoende) tot uitdrukking in de volatiliteit van economische groei.

Het indirecte effect in de financiële sector zelf: systeemrisico's

Het grootste gevaar van financiële ontwikkeling lijkt niet zo zeer gelegen in de structurele veranderingen in de reële economie die tot grotere volatiliteit leiden. Het gevaar lijkt meer gelegen in de organisatie van het financiële systeem of, beter gezegd, het gebrek daaraan. Voor de kredietcrisis zijn er voorbeelden van landen of regio's van landen die door onrust op de financiële markten in acute problemen komen. Toch zijn die problemen vaak ook toegeschreven aan verkeerde politieke keuzes en zwakke instituties in die landen. Maar de kredietcrisis is de 'black swan' van Nicholas Taleb. Hiermee is weer eens duidelijk geworden dat het systeem zelf instabiel kan zijn en daarmee de reële economie hard kan raken. Dit is moeilijk in hoofdzaak toe te schrijven aan de uit de hand gelopen staatsschuld door kortzichtige politici of uit te ruim monetair beleid van een niet zo onafhankelijk centrale bank. Het mondiale systeem kent te weinig waarborgen tegen drieste risico's in combinatie met een schuldfinanciering door een belangrijk deel van de financiële instellingen. Door deze combinatie heeft er cascade van negatieve effecten kunnen opgetreden

⁵ Zie bijvoorbeeld Kose ea (2009). Tegelijkertijd is dit geen vaststaand gegeven. Veel van het onderzoek heeft betrekking op de periode van 'great moderation'.

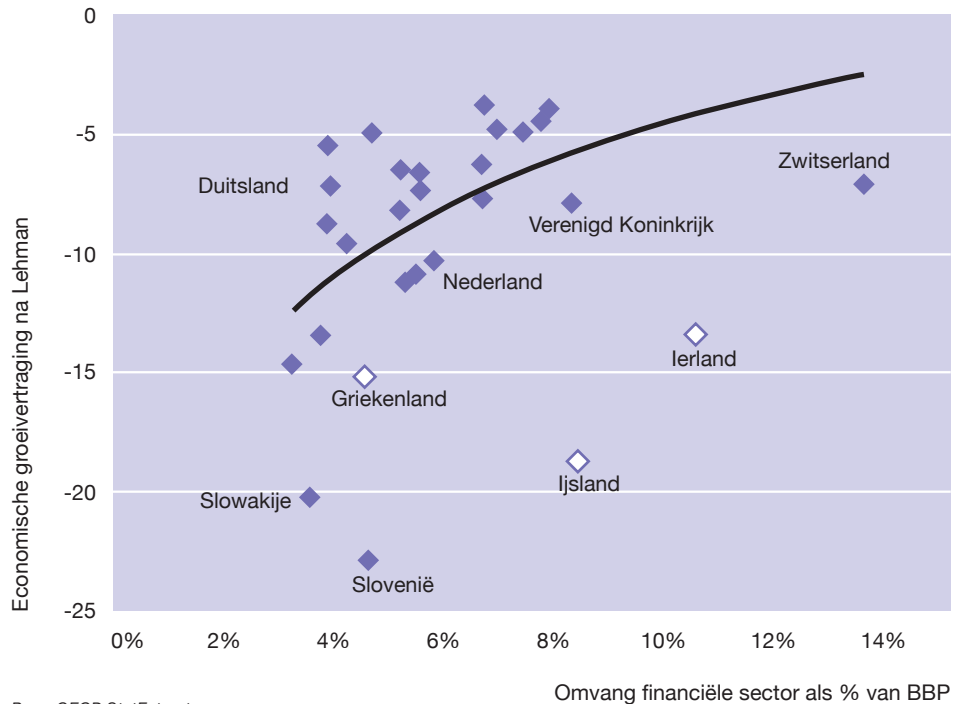
die financiële instellingen tot aan of tot over de rand van de afgrond hebben geduwd. De opeenvolging van effecten is in eerste aanleg tot stand gebracht door overheden, al dan niet in samenspraak met elkaar, die vaak gedwongen zijn geweest private naar publieke schulden om te zetten. Dit heeft niet kunnen voorkomen dat de reële economie een klap heeft gehad en dat de financiële sector nog steeds wankel is. In de tweede ronde zijn daardoor Europese landen in problemen gekomen. De klap voor de reële economie heeft de structurele tekorten op de Griekse begroting genadeloos blootgelegd, en generationaliseerde schulden heeft Ierland in betalingsproblemen gebracht. Het Europese reddingsfonds is niet alleen bedoeld om deze landen te laten lenen maar ook een nieuwe cascade in de financiële sector te voorkomen.

Dat een heel systeem aan het wankelen is gebracht, betekent nog niet dat elk land even hard getroffen is. Het is duidelijk dat niet elk land in een vergelijkbare positie als Griekenland of Ierland is gekomen. De stabiliteit van het mondiale systeem is gebaat met internationale afspraken. Tegelijkertijd ligt de conclusie voor de hand dat nationale overheden een financiële crisis niet kunnen voorkomen maar wel de schade van zo'n crisis kunnen beperken.

In de praktijk hoeft de omvang van de financiële sector (in toegevoegde waarde) geen goede maat voor de financiële kwetsbaarheid van economie te zijn. Landen met een in omvang vergelijkbare sector zijn verschillend geraakt. Naarmate de financiële sector beter functioneert zal een land beter in staat zijn om schokken op te vangen. Figuur 1 geeft een illustratie. Hierin is de toegevoegde waarde van de financiële sector gerelateerd aan de groeivertraging door de kredietcrisis, nl het groei verschil tussen de negen kwartalen voor en na de val van Lehman Brothers. Het is duidelijk dat landen als Ierland en IJsland hieruit springen. Zij zijn in economische problemen gekomen door schuldfinanciering via een grote, opgeblazen financiële sector. Maar er zijn voorbeelden van landen met een kleine sector en grote vertraging, en omgekeerd. Zo is de groeisput in Slovenië en Slowakije door de kredietcrisis tot een einde gekomen. Zwitserland daarentegen heeft van oudsher een grote financiële sector, waarin met name UBS in problemen is gekomen, maar heeft slechte een beperkte schade in economische groei geleden. De figuur suggereert zelfs dat een negatief verband als de landen met financieringsproblemen (Griekenland, Ierland, IJsland) buiten beschouwing blijven: de groeivertraging is kleiner naarmate de sector groter is. Kortom, het is aannemelijk dat niet de omvang maar de inrichting van de financiële sector ertoe doet. Zo is aannemelijk dat de omvang van banken in balans-totaal belangrijker is dan de omvang van de sector in toegevoegde waarde.⁶

⁶ Daarom vragen Asli and Huizinga (2011) even terecht als provocerend "Do we need big banks? Zie ook Morris and Véron (2011) over 'too big to fail'.

Figuur 1 Groeivertraging na Lehman vs toegevoegde waarde in de financiële sector in 2007



Bron: OECD StatExtracts

2.3 De bereidheid tot risico: vertrouwen

Voor elk individu en instelling maar ook voor een land als geheel is er een afruil tussen risico en rendement. In de economische theorie wordt de preferentie voor rendement versus risico vaak als een gegeven gezien. Echter dat doet om verschillende redenen weinig recht aan praktijk. Allereerst zijn er grote verschillen tussen individuen en instellingen. Terwijl de een verlies makkelijk kan opvangen, heeft de ander een groot probleem. Het zijn burgers en bedrijven met problemen die zich roeren als een verlies zich voordoet: 'bad news travels faster than good news'. Zo klaagden in 2009 sommige bedrijven steen en been over de kredietverlening door banken terwijl de totaalcijfers geen opvallende daling in de kredietverlening lieten zien. Ten tweede is het gevoel van een verlies afhankelijk van de verwachting over winst. Uit 'behavioural economics' komt naar voren dat het verlies van bezit sterker wordt gevoeld dan het verlies van een nog niet ingecalculleerd voordeel. Wie rekent op een zekere pensioenuitkering zal zich bedrogen voelen als er toch afstempeling van pensioenrechten plaatsvindt. Evenzeer is gevoel van verlies afhankelijk van het verlies bij anderen. Als een pensioenfonds moet afstempelen en andere fondsen niet, roept dat vragen over dat ene pensioenfonds op. Ten derde is het moeilijk om risico's vooraf te begrijpen. Uit onderzoek komt het beeld naar voren dat dit een belangrijk probleem is: foute inschattingen worden ongeacht opleidingsniveau gemaakt. Het gevolg is dat risico's vooraf en achteraf anders beoordeeld worden. Dit is ook één van de redenen dat financiële instellingen een zorgplicht hebben. Zij moeten denken vanuit het belang van de klant dat die klant zelf niet of niet goed begrijpt. Verder gaat het niet alleen om het product maar ook het proces:

hoe is het product aan de klant uitgelegd en verkocht?; hoe hebben instellingen met risico's rekening gehouden?; enzovoort.

Het is niet gemakkelijk om aan te geven in hoeverre cognitieve en sociale vertekening van risico's leidt tot meer of minder ruimte tot het nemen van risico's. Wel is goed te realiseren dat de feitelijke verliezen of feitelijke verdeling van verliezen niet altijd als fair zullen worden ervaren. Risico's kunnen ex ante nog maatschappelijk aanvaardbaar lijken, maar hoeven dat ex post niet te zijn. De ex ante risico's zijn dan vertekend en niet goed begrepen geweest. Het is daarom zaak om te komen tot robuuste institutionele arrangementen in die zin dat feitelijke verliezen als fair worden ervaren. Als vuistregel moet het nemen van risico's (voor een belangrijk deel) samengaan met het dragen van die risico's. Financiële instellingen kunnen als intermediair niet aan die vuistregel voldoen. In hen moet het vertrouwen zijn dat zijn in het belang handelen van hun klanten, alsof zij zelf de risico's lopen. Dat vertrouwen is verdwenen, en het lijkt aannemelijk dat daarmee de bereidheid tot risico's eerder is af- dan toegenomen.

3 Conclusie

Een innovatieve financiële sector is van belang voor economische groei, zeker in zoverre de sector burgers en bedrijven in staat stelt te investeren en hen helpt om tijdelijk tegenslag te overbruggen. Deze bevinding spoort met het idee dat de financiële sector dienend aan de reële economie moet zijn en past bij de instelling dat de klant centraal moet staan. Onduidelijk is in hoeverre activiteiten voor export en voor intermediaire diensten indirect bijdragen aan economische groei in Nederland. Vernieuwingen en veranderingen in de financiële sector kunnen een schaduwzijde hebben. Dat ligt niet in de structurele verandering in de reële economie: burgers en bedrijven worden in staat gesteld nieuwe activiteiten te ondernemen en nemen meer risico's maar dat lijkt per saldo niet tot grotere macro-economische schommelingen te leiden. Situaties met self-fulfilling prophecies zijn daarentegen problematisch. In die situaties kunnen financiële markten veranderingen afdwingen die gepaard kunnen gaan met een aanzienlijke maatschappelijke schade.

Ook is het zo dat innovaties in de financiële sector gepaard gaan met mislukkingen of zelfs misbruik. Innovatie is niet synoniem voor verbetering maar is soms een mislukking. Dat wordt een echte zorg als een mislukking een ongeluk wordt en vergaande gevolgen voor de financiële sector zelf heeft. Dat is precies de les uit de kredietcrisis. Landen zullen moeten samenwerken om een cascade van effecten te voorkomen en zullen zelf de schade van zo'n cascade moet zien te beperken. Het is niet zo dat de schade van kredietcrisis direct te herleiden is tot de omvang van de financiële sector (gemeten in toegevoegde waarde). Blijkbaar doet inrichting van en toezicht op die sector evenzeer ter zake voor de schade van een financiële crisis. Een voorwaarde voor publiek vertrouwen en voor ruimte voor risico lijkt dat de financiële sector – zelf of onder toezicht van de overheid – aannemelijk weet te maken: 1) dat de kans op een abrupt gevaar kleiner en beperkt is geworden; 2) dat schade van ongelukken beperkt zal blijven. Daarbij speelt de verdeling van de schade een belangrijke rol. Wat vooraf acceptabel lijkt, hoeft dat achteraf niet te zijn. Dat speelt met name als partijen onverwacht of onevenredig worden getroffen. Het vertrouwen is nodig om een nieuwe balans tussen onverenigbare eisen te vinden.

Slotopmerking

Een internationaal opererende sector vereist internationale regels en toezicht. Op Europees niveau zijn er verschillende initiatieven gestart, en het Basel-comité heeft strengere eisen aan solvabiliteit en liquiditeit gesteld. Toch is een scenario als de redding van ABN-Amro en Fortis in 2008 nog steeds denkbaar. Dit is een voorbeeld dat de agenda voor herstel van vertrouwen in de financiële sector nog niet voltooid is. Algemener gesteld, nog steeds zijn gevaren door self-fulfilling prophecies en systeemfalen verre van denkbeeldig.

“Attributing competence and disinterested benevolence to regulators is as sensible as relying on self-regulation by the financial sector.” Willem Bouter kent een gezond wantrouwen tegen financiële instellingen en hun toezichhouders. Toch mag van hen meer offensieve verhouding verwacht worden. Wat zijn de lessen van de kredietcrisis, en hoe worden die in de praktijk gebracht? Er ontbreekt een duidelijke agenda. Het gevolg is dat discussies over bonussen, dekkingsgraden, compensatie van woekerpolissen de boventoon voeren, zonder dat een kans op een nieuwe crisis veel kleiner wordt. Zonder zo'n agenda blijft de financiële sector kampen met publiek wantrouwen en onverenigbare eisen.

4 Literatuur

Carvalho, V.M., en X. Gabaix (2010), The Great Diversification and its Undoing, NBER Working Paper 16424

Kalemli-Ozcan, S., B.E. Sorensen en V. Volosovych (2010), Deep Financial Integration and Volatility, NBER Working Paper 15900

Acemoglu en Zilibotti (1997), Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth, *Journal of Political Economy*, 105 (4)

Ark, B. van, M. O'Mahony en M.P. Timmer (2008), The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes, *Journal of Economic Perspectives*, 22 (1), 25–44

Eijgenraam, C., C. Koopmans, P. Tang en A. Verster (2000), Evaluatie van infrastructuurprojecten; Een leidraad voor kosten-batenanalyse, Centraal Planbureau, Den Haag

Stiglitz, J. (2002), *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton & Company

Aghion, P., P. Bacchetta, R. Rancière en K. Rogoff (200), Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development, *Journal of Monetary Economics*, 56 (4), 494–513

Kose, M.A., E. Prasad, K. Rogoff en S. Wei (2009), Financial Globalization: A Reappraisal, *IMF Staff Papers*, 56 (1)

Kose, M.A., E.S. Prasad en M.E. Terrones (2009), Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth? NBER Working Paper 14558

Rodrik, D. (2007), *One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions, and Economic Growth*. Princeton University Press, Princeton

Levine (2004) *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper 10766

Acemoglu, D., A. Ozdaglar, and A. Tahbaz-Salehi (2010), Cascades in Networks and Aggregate Volatility, NBER Working Paper 16516

Demirgüç-Kunt, Asli, and Harry Huizinga (2011), “Do we need big banks? Evidence on performance, strategy and market discipline”, CEPR Discussion Paper 8276

Goldstein, Morris and Nicolas Véron (2011), “Too big to fail: The transatlantic debate”, Peterson Institute for International Economics Working Paper 11 (2)

Guiso, L., P. Sapienza, en L. Zingales (2004), Does local financial development matter?, *The Quarterly Journal of Economics*, 119 (3), 929–969

Deel 2

Risico van rentenieren

1 Inleiding: (schijn)zekerheid en (zelf)bedrog

Het buitenland zal zich enigszins verwonderd afvragen welk probleem Nederland met pensioenen heeft. Als één van de weinige landen heeft Nederland een aanzienlijk pensioenvermogen opgebouwd. Toch lijkt een onbezorgde oude dag in Nederland – vanaf 65 jaar en tegen 70% van laatstverdiende loon – niet verzekerd. In 2008 werd voor iedereen duidelijk dat de waarde van het gespaarde pensioenvermogen allerminst zeker was. Door de kredietcrisis klapte de beurzen ineen en dook de rente omlaag. Hierdoor zagen pensioenfondsen hun positie scherp verslechteren. De beurzen veerden op maar de rente bleef laag, zodat nog veel pensioenfondsen niet de wettelijk vereiste buffers hadden en niet de koopkracht op peil konden houden. Een paar kleinere fondsen moesten zelf korten. Uit deze en andere gebeurtenissen ontstonden onderhandeling tussen werkgevers en werknemers over andere pensioenafspraken. Dat was de tweede keer dat de noodzaak voor nieuwe afspraken werd gevoeld. Bij de aanvang van het millennium barstte de dotcom-zeepbel met een klap, voor pensioenfondsen en voor de reële economie. Om de positie van de fondsen te verbeteren moesten de pensioenpremies omhoog, juist op het moment dat de werkloosheid omhoog ging. Daaruit kwamen veranderingen voor. Zo werden de afspraken zo veranderd dat de pensioenrechten (tijdelijk) niet de inflatie hoefden te volgen opdat de premies niet omhoog hoefden te gaan. Maar dat was niet de enige verandering. Zo kwam er een nieuwe kader voor het toezicht op pensioenfondsen, verdwenen de VUT-regelingen geleidelijk en werd gekozen voor overgang van het eindloon- naar een middelloonsysteem. Maar deze veranderingen leidden nog niet tot een betrouwbaar stelsel dat bestand bleek tegen te voorziene en niet zo voorziene gebeurtenissen. De nominale garanties hebben per saldo schijnzekerheid geboden. Dit is lang voor het grote publiek verborgen gebleven.

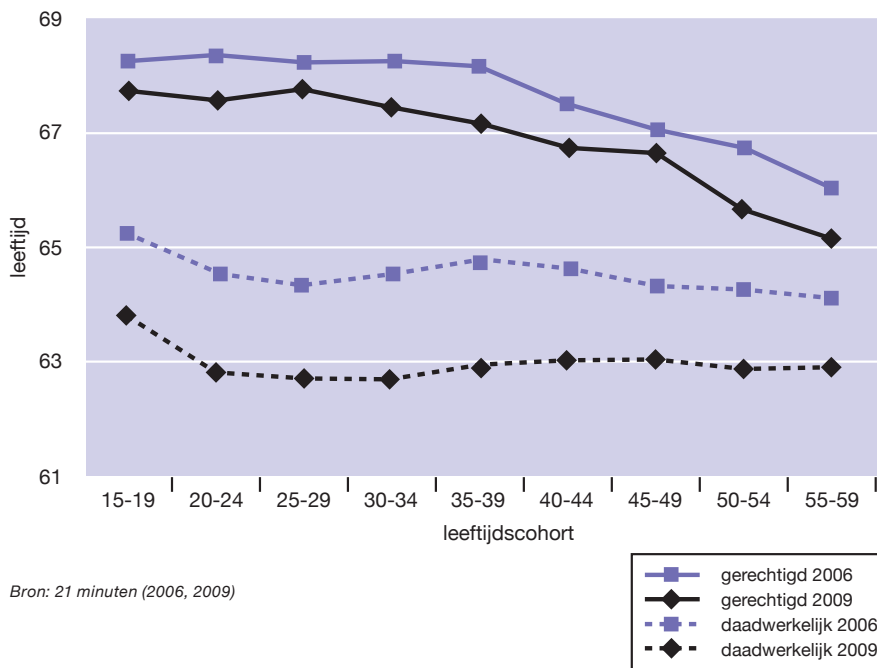
Gebeurtenissen op financiële markten hebben laten inzien dat andere afspraken over de inrichting van het pensioenstelsel wenselijk zijn, maar hebben ook en misschien vooral blootgelegd dat de verwachtingen over pensioenstelsel te hoog gespannen zijn. Een pensioen op 65 tegen 70% van het laatstverdiende loon was en is voor veel mensen niet realistisch. Een klap op de financiële markten helpt een deel van die mensen uit de droom ontwakken. Dat zou een geluk bij een ongeluk zijn want geen enkel stelsel is bestand te hooggespannen verwachtingen.

(Zelf)bedrog 1: stoppen voor of op 65

Het idee van 65 is nog niet verdwenen. Nog steeds verwacht vrijwel iedereen voor de leeftijd van 65 daadwerkelijk te stoppen met werken, zo laat Figuur 1 zien. Daarin staan de resultaten van de enquête '21 minuten' voor 2006 en 2009. Wel is het zo dat de kredietcrisis de verwachting flink heeft bijgesteld. In 2006 is de gemiddelde verwachting nog voor 63 te stoppen terwijl in 2009 dat ruim na 64 is. Opvallend is dat de verschillen tussen generaties niet zo groot zijn. Het is alsof er een 'normale' leeftijd is om te stoppen. Dit is een aanwijzing dat sociale normen bij de beslissing over uittreden een krachtige rol kunnen spelen. Opvallend is verder dat er een flink gat tussen daadwerkelijke en officiële, gerechtigde leeftijd is, ook na de kredietcrisis: dat gat van zo'n drie jaar is alleen te overbruggen door flinke (private) besparingen. Het lijkt daarom zelfbedrog dat mensen verwachten ruim voor de gerechtigde leeftijd te kunnen stoppen met werken. Ze laten zich echter niet bedriegen door standpunten van politieke partijen of sociale partners over de officiële, gerechtigde leeftijd. Al in 2006 verwacht men dat in de toekomst de officiële, gerechtigde leeftijd boven de 65 komt te liggen. Hier is wel een duidelijk verschil tussen jonge en oude werknemers.

Met name jonge werknemers verwachten dat de gerechtigde leeftijd in de buurt van 68 zal liggen als zij met AOW gaan.

Figuur 1 Stoppen voor 65: verwachte AOW-leeftijd in 2006 en 2009: gerechtigd en daadwerkelijk



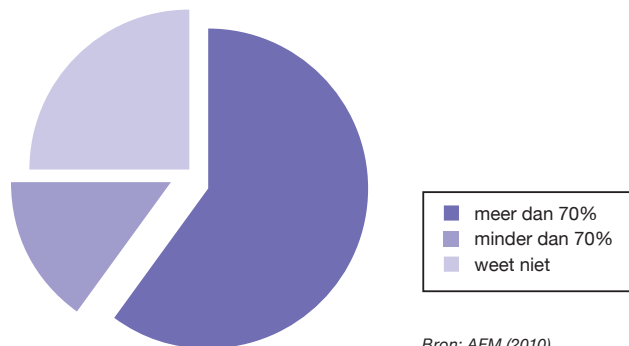
Bron: 21 minuten (2006, 2009)

(Zelf)bedrog 2: 70% van het laatstverdiende loon

Het is geen groot geheim dat de gerechtigde leeftijd niet op 65 zal blijven. Dat is in 2006 duidelijk maar zeker in 2009. Dat de oude dag niet tegen 70% van het laatstverdiende loon genoten zal worden, is minder breed bekend. Nog onlangs is naar het verwachte inkomen bij pensionering gevraagd. In Figuur 2 staan de resultaten samengevat. Een meerderheid van zo'n tweederde verwacht een bruto inkomen (AOW en pensioen) dat 70% of meer van laatste verdiende inkomen bedraagt.¹

¹ Het is wel zo dat de lastendruk na 65 gunstiger is dan voor 65. Hierdoor is het verschil voor en na belasting, tussen bruto en netto ook van belang.

Figuur 2 70% of meer: het verwachte inkomen bij pensionering (% van het laatstverdiende bruto inkomen)



Onder de ingewijden in pensioenland is het wel bekend dat de meerderheid niet de 70% zal halen.² De verwachte trend van een hogere levensverwachting zou de positie van pensioenfondsen uiteindelijk onhoudbaar maken, ten minste bij een oude dag vanaf 65 en tegen 70%. Het gapende gat tussen het gewenste en het te verwachten inkomen is op te vatten als vorm van zelfbedrog maar ook als een teken van onwetendheid. Het is dan een vorm van bedrog als de ingewijden niet steeds luid en duidelijk op dit gat wijzen. Deelnemers moeten meer realistische verwachtingen krijgen. Elk stelsel is niet robuust als de deelnemers vroeger of later ontdekken dat ze 'bedrogen' zijn.

Inadequate ingrepen in en te hoge verwachtingen over het pensioen (voor 65 en tegen 70%) zijn mede een gevolg van een patstelling tussen werkgevers en werknemers. De eersten willen geen hogere premies en de laatsten willen geen lagere uitkeringen of langer werken. De positie van pensioenfondsen is dan alleen te verbeteren door een goed, hoog rendement op beleggingen te behalen. Dat is niet gelukt. Teulings en Van Ewijk (2010) constateren dat sinds 2000 de gemiddelde dekkingsgraad gedaald is. Dit komt voor een belangrijk deel doordat de markttrente gedaald is. Maar, zo bekeken is de kredietcrisis een 'accident waiting to happen' geweest. Hopen op goed, hoog rendement is met de kredietcrisis niet langer geloofwaardig. Hiermee kan de patstelling doorbroken worden. Dat is nodig om vormen van (zelf)bedrog weg te nemen omdat ze vroeger of later het publieke vertrouwen in het pensioenstelsel zullen aantasten.

De opdracht

De opdracht is om te komen tot een betrouwbaar stelsel dat bestand is tegen schokken en trends, dat duidelijk is over te verwachten pensioenleeftijd en -inkomen en dat 'fair' is volgens de deelnemers. Dat betekent dat de deelnemers risico's zullen dragen. Er bestaat geen mogelijkheid om deelnemers te vrijwaren van risico's: gedurende een werkzaam mensenleven verandert de economie en de samenleving ingrijpend en zijn er onvermijdelijk nog niet te voorziene gebeurtenissen en ontwikkelingen.

² Zie bijvoorbeeld, Euwals ea (2009), tabel 4.1.

De opdracht om te komen tot een vernieuwd stelsel wordt breed onderschreven. Zo heeft onlangs het Centraal Planbureau gepleit voor een nieuw pensioencontract en is eerder de commissie Goudzwaard in het leven geroepen om richtingen voor verandering te verkennen. De commissie biedt grofweg de keuze tussen lagere ambities of minder zekerheid. Min of meer tegelijkertijd heeft de commissie Frijns het beleggingsbeleid van pensioenfondsen tegen het licht gehouden. Die commissie concludeert onder meer dat er te weinig aandacht is voor het beheer van risico's en de uitvoering van het beleggingsbeleid. Maar onvermijdelijk is dat beide commissie op vergelijkbare punten hameren, zoals de aanpassing van het toezichtskader en het bestuur van pensioenfondsen.

Het betoog

Wij hebben niet de minste behoefte om die stukken en rapporten dunnetjes over te doen. We denken dat de maatschappelijke discussie niet gebaat is bij een oproep tot een nieuw contract of een schets van de verschillende mogelijkheden voor zo'n nieuw contract. We denken dat de maatschappelijke discussie niet gebaat is bij de beperkingen die commissies en planbureau's zich moeten opleggen. Daarom zullen we een stelling betrekken, beargumenteerd vanuit de economische wetenschap en beredeneerd vanuit een brede maatschappelijke beschouwing. We kijken daartoe naar het doel, naar de middelen om dat doel te bereiken en de verantwoording voor inzetten van die middelen. Dit komt grofweg overeen met de indeling in het vorige hoofdstuk: rendement, de mate van zekerheid, bereidheid tot risico.

We zullen betogen dat rentenieren niet zonder risico's kan en moet. Zo betekenen minder beleggingen in aandelen of vergelijkbare activa dat de pensioenpremies flink omhoog moeten om de ambities voor de oude dag overeind te houden.

Maar risico vraagt de mogelijkheid om te reageren: er moet meer individuele regie zijn: de mogelijkheid om halverwege de loopbaan individueel bij te sparen binnen een collectieve regeling en om aan het einde van de loopbaan te kiezen voor langer werken (en hoog pensioeninkomen) of een lager pensioeninkomen (en korter werken). Individuele regie moet in combinatie met een betrouwbaar collectief contract, dat duidelijk is over de ambitie en over de risico's, leiden tot een herstel van publiek vertrouwen in het pensioenstelsel.

Hoofdpunten

- Pensionering voor 65 en tegen 70% van het laatstverdiende loon is (zelf)bedrog
- Het huidige stelsel is niet bestand tegen overspannen verwachtingen in combinatie met schokken in rendement en trends als vergrijzing; het is daardoor niet robuust.

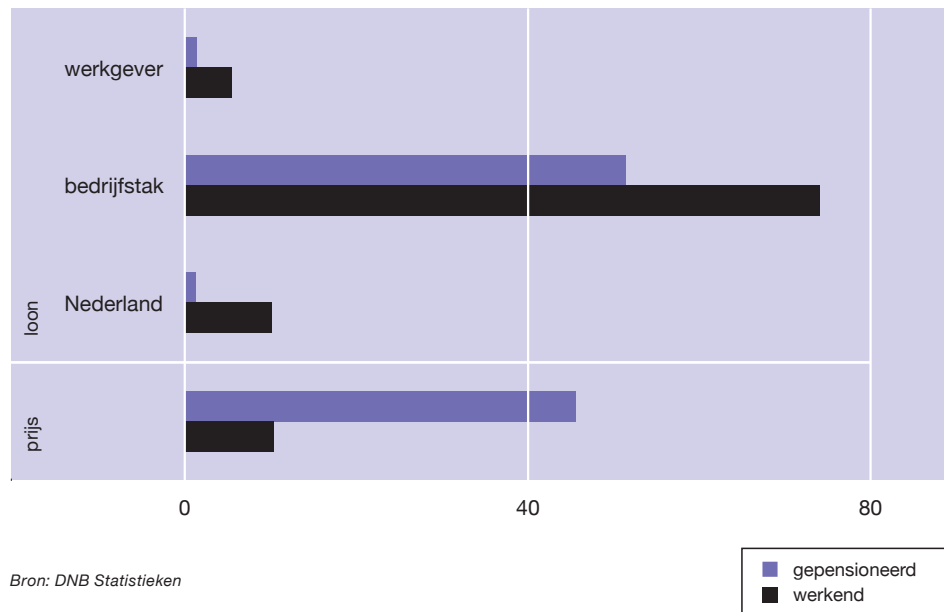
2 Rendement: sparen en beleggen voor de oude dag

Een pensioenfonds heeft vele taken: het moet beleggingen selecteren, tegen het risico van langlevens verzekeren, pensioenrechten administreren van, enzovoort. Maar sparen en beleggen voor de oude dag is één van de hoofdtaken. Over de taak bestaat overeenstemming maar niet over de invulling van de taak. Wat is de oude dag? Wanneer begint de oude dag?

2.1 Wat is de oude dag?

Hoe moet de oude dag eruit zien? Op die vraag geven pensioenfondsen een verschillend antwoord. Figuur 3 laat zien dat er grofweg twee antwoorden zijn: of een absolute levensstandaard of de relatieve inkomenspositie is van belang. Voor een belangrijk deel van de Nederlandse gepensioneerden komt de ambitie voor de oude dag overeen met een vast bedrag tegen het huidige en toekomstige prijspeil maar voor het grootste deel met een bedrag in verhouding tot het huidige en toekomstige (contract)loon. Voor de Nederlandse werknemers is de praktijk wel eenduidig. Voor de meesten zijn de opgebouwde pensioenrechten verbonden aan de loonontwikkeling, vaak in de bedrijfstak. Maar voor slechts een klein deel van de Nederlandse werknemers zijn de pensioenrechten verbonden aan de prijsontwikkeling.

Figuur 3 Prijs vs loon: Indexatie van pensioenrecht voor werkende en gepensioneerde deelnemers



Een koppeling aan loon tijdens het werkzame leven en aan prijs bij het gepensioneerde bestaan is te begrijpen uit aandacht voor gewenning aan een absolute levensstandaard. Iemand krijgt tijdens het werkzame leven een levensstandaard die past bij het inkomen. Die levensstandaard is hier op te vatten als een absoluut niveau van consumptie, met bepaalde uitgaven aan huis, auto, voedsel, uitgaan, enzovoort. Het idee is dat iemand gewend is geraakt aan zo'n levensstandaard. Het is moeilijk om een teruggang te accepteren en ook te realiseren. De ambitie voor de oude dag is om de absolute levensstandaard op peil te houden. Een koppeling aan loon is daarentegen te begrijpen uit aandacht voor gewenning aan een relatieve levensstandaard. Iemand verwerft tijdens het werkzame leven een positie in de samenleving. Eén belangrijk kenmerk daarvan is het inkomen in verhouding tot andere inkomens. Het gaat dus niet om een absoluut niveau van het inkomen (en consumptie) maar om de relatieve positie. Het idee is eveneens dat een teruggang in positie moeilijk te accepteren en te realiseren is. Het is voor een gepensioneerde moeilijk te accepteren dat nog werkende collega's en burens steeds meer en meer te besteden hebben terwijl hij of zij jaar in jaar uit hetzelfde inkomen kan verwachten.

De keuze voor de oude dag tussen een absolute of relatieve standaard is niet te beslechten door wetenschappelijk onderzoek (zie het tekstader "Absoluut of relatief: wat bepaalt geluk?") al is het maar omdat deze keuze verbonden is aan een visie op mens en maatschappij. Evenzo, de keuze mag niet door louter financiële overwegingen bepaald worden. Zo is het mogelijk om de financiële positie van pensioenfondsen te verbeteren door pensioenregeling te versoberen, bijvoorbeeld door lonen als een maat voor de koppeling te verruilen voor prijzen. Daarmee wordt een middel tot doel verheven.

Wel is vast te stellen dat er in Nederland een dominante visie op mens en maatschappij is dat er samenhang tussen inkomens van werkenden en gepensioneerden bestaat en moet bestaan. Er is ruimte voor verschil maar die ruimte is niet onbepaald. Het is een dermate dominant kenmerk dat het Centraal Planbureau in projecties voor de lange termijn veronderstelt dat ouderdoms-uitkeringen en -pensioenen de lonen volgen. Dit sluit aan bij de ontwikkeling in de inkomensverdeling tot dusver. Ook in Nederland zijn de topinkomens beduidend harder dan gemiddeld gestegen. Echter, de inkomens in het midden en de bovenkant van de inkomensverdeling hebben zich gelijkmatig ontwikkeld.³

In de praktijk is het verschil tussen een koppeling aan lonen en prijzen niet bijster groot geweest. Voor veel pensioenen zijn contractlonen relevant. De stijging van het contractloon komt via CAO-onderhandelingen tot stand. In de jaren tachtig zette de hoge werkloosheid de contractlonen onder druk, en in de jaren negentig ging een snelle groei in participatie, met name van vrouwen. Echter, de commissie Don verwacht in de toekomst een beduidend hogere stijging van het contractloon, te weten 1% reële groei naast een inflatie van 2%.

Hoofdpunten

- Er is geen eenduidig antwoord op de vraag wat is de oude dag is: een absolute of relatieve levensstandaard?
- De koppeling van pensioenen aan lonen of prijzen is geen technische maar een fundamentele keuze.

Absolute of relatieve levensstandaard : wat bepaalt geluk?

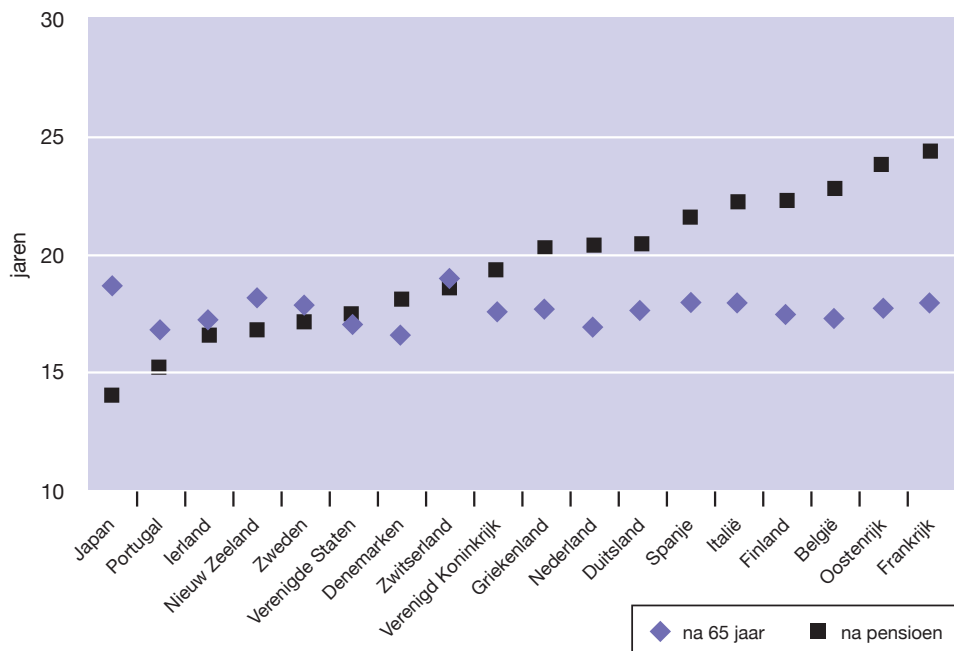
Voor de twee opvattingen over de oude dag is ondersteuning te vinden in de wetenschappelijke literatuur met name in het onderzoek naar tevredenheid of 'geluk'. De basis voor dit onderzoek zijn rapportcijfers die mensen zelf aan hun leven geven. Deze rapportcijfers zijn in verband te brengen met kenmerken van die mensen. De uitkomsten zijn in de regel niet zo verrassend: ze komen overeen met breed gedeelde ideeën over een goed leven. Zo is een goede gezondheid van groot belang en draagt het hebben van een baan of goed contact met de burens bij aan tevredenheid. Interessant is de samenhang tussen geluk en inkomen. Ten eerste is er het effect van een inkomenstoename. Een mooi voorbeeld is een loterij waarbij iemand bij toeval extra geld krijgt. Het winnen van loterij is als een roes. Het is een moment dat de winnaars zich goed kunnen herinneren. Maar het is niet veel meer dan een moment: de roes is kortstondig. Na verloop van tijd wijken de rapportcijfers van winnaars en verliezers niet van elkaar af. Kuhn ea (2008) vinden bijvoorbeeld dat na 6 maanden de winnaars van Postcode-loterij niet gelukkiger zijn dan de 'verliezers', te weten de huishoudens met dezelfde postcode die niet hebben deelgenomen aan de loterij. Eén verklaring is gewenning. Een winnaar raakt gewend aan de nieuwe levensstandaard en ontleent uiteindelijk geen extra tevredenheid of geluk aan de toename ervan. Ten tweede is het effect van een inkomenstoename bij anderen. Het blijkt dat een toename van eigen inkomen een positief effect heeft maar een toename van inkomen elders een negatief effect (zie bijvoorbeeld Luttmer, 2005). Het opvallend is dat veel onderzoeken vinden dat deze effecten in teken verschillen maar in absolute omvang vergelijkbaar zijn. Het impliceert zelfs dat alleen het relatieve inkomen telt: het is de status en niet het niveau van inkomen dat telt. In dit beeld past de bevinding dat verhuizen naar een rijke buurt thuis leidt tot meer geruzie over geld. De bevindingen over gewenning en status betekenen nog niet dat geld niet gelukkig maakt. Zo blijkt toch dat mensen uit landen met een hoger peil van materiële welvaart een hogere tevredenheid met het eigen leven rapporteren (zie Deaton, 2007). De bevindingen betekenen wel dat mensen schromelijk overschatten hoe gelukkig ze van geld worden.

³ Zie CPB (2008) en Tang (2010)

2.2 Wanneer begint de oude dag?

In Nederland bieden sommige regelingen de keuze wanneer het ouderdomspensioen van start gaat. Desondanks staat 65 nog steeds centraal, al is het alleen maar omdat op die leeftijd de ouderdomsuitkering start en de werknemer ontslag krijgt. In de praktijk gaan Nederlanders voor hun 65ste en uiterlijk op 65 met pensioen. Dit is ook de praktijk in veel andere landen, zo laat Figuur 4 zien. Daarin staat voor het jaar 2008 de levensverwachting na het begin van het pensioen en vanaf 65 afgebeeld. Er is een groep in continentaal Europa waar het pensioen ruim voor 65 begint. Nederland is volgens de cijfers van de OESO vergelijkbaar met Duitsland en Griekenland (!). In landen als Frankrijk en Italië maar ook in landen als Finland en Oostenrijk is de effectieve pensioenleeftijd nog lager. Toch laat de figuur belangrijke verschillen zien. Zo is er een heterogene groep van landen – Ierland, Japan, Portugal, Zweden – waar het pensioen gemiddeld (net) na 65 aanvangt. De verschillen in effectieve pensioenleeftijd zijn niet toe te schrijven aan verschillen in levensverwachting (en dus in gezondheid). In Japan en Zweden is de levensverwachting (iets) hoger dan in Nederland, en Ierland en Portugal is levensverwachting (iets) lager. Deze voorbeelden logenstraffen tegelijkertijd het idee dat er voor oudere werknemers geen plek op de arbeidsmarkt is. Die heterogene groep van landen is wel in staat om oudere werknemers, de 60+-ers aan het werk te houden. Het zijn institutionele keuzes die de effectieve pensioenleeftijd bepalen. In continentaal Europa tellen de werknemers jaren tot hun pensioen af. Maar er zijn landen als Zweden en Japan waar werknemers moeten beslissen wanneer zij stoppen met werken.

Figuur 4 Stoppen vóór het pensioen: Levensverwachting na pensioen en na 65 voor OESO landen in 2008



Bron: OECD Statistics

Hoofdpunten

- In continentaal Europa stoppen werknemers ruim voor de pensioenleeftijd. Dit is ingegeven door (arbeidsmarkt)instituten en niet door levensverwachting.

2.3 Van doel naar middel: sparen en beleggen

Als u 40 jaar wilt werken om 20 jaar niet te werken, zult u begrijpen dat u een flink deel van uw inkomen uit arbeid opzij moet leggen. Zelfs als u genoeg neemt met inkomensachteruitgang van 1/3, dan nog zult u zo'n 1/5 van uw inkomen uit werk moeten sparen. Dat is flink. De ouderdomsuitkering AOW verandert hieraan in essentie weinig: u ontvangt een uitkering vanaf de gerechtigde leeftijd maar betaalt premie in de periode vóór die leeftijd. Natuurlijk hoeft u minder opzij te leggen als het geld voor u werkt en een goed rendement te halen is.

Tabel 1 De voordelen van aandelen: reëel rendement op aandelen en obligaties

	Wereld 1900–2005	1900–2008	Nederland 1900–2005	1900–2008
Aandelen	5,8	5,2	5,3	4,6
Staatsobligaties	1,8	1,8	1,4	1,4
Rendementsverschil	4,0	3,4	3,9	3,2

Bron: Commissie Don

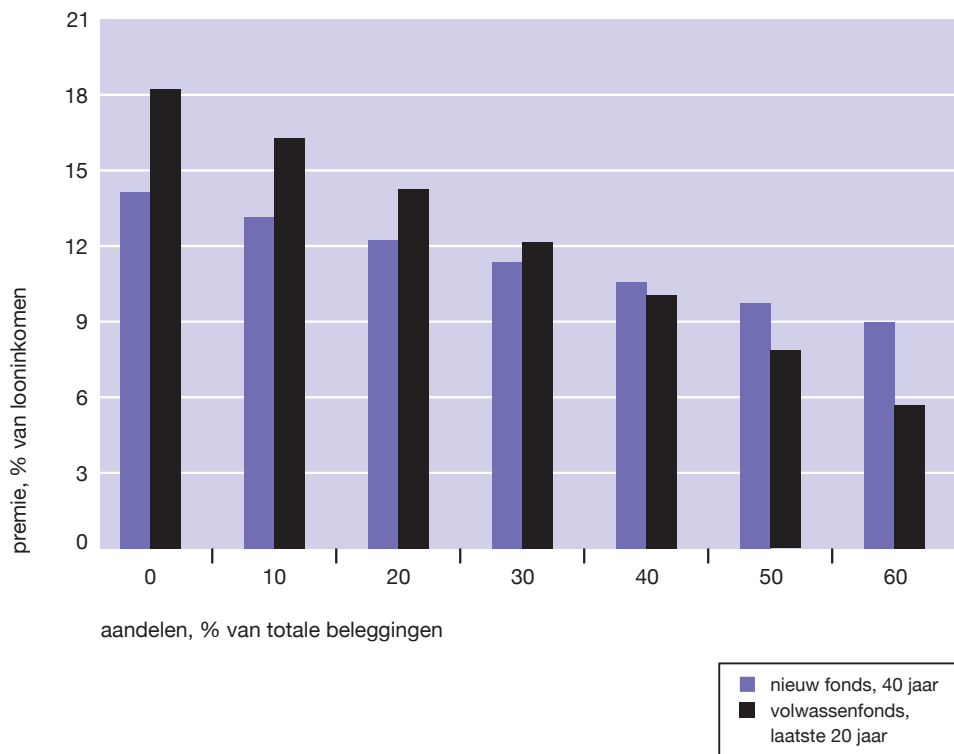
Een relatief veilige belegging van de spaargelden bestaat uit de aanschaf van staatsobligaties.⁴ Tabel 1 laat zien dat het reële rendement op Nederlandse obligaties in meer dan een eeuw 1,4% per jaar bedraagt. Het geld is ook te steken in buitenlandse staatsobligaties. Het rendement daarvan is 1,8% per jaar en dus hoger geweest maar het risico is eveneens hoger. Denkt u aan de ooit veilig gewaande Griekse en Ierse staatsobligaties. Daar staat tegenover dat het reële rendement aangewend moet worden om de reële lonen te volgen. Dit is nodig om tijdens het werkzame leven een door u gewende levensstandaard te behouden, of om tijdens het gepensioneerde bestaan in de pas met de dan werkende generaties te lopen. De commissie Don becijfert de reële (contract)loonstijging op 1%. Dan is duidelijk dat het extra rendement bescheiden is en dus onvoldoende is om flinke premies flink omlaag te brengen. Dat kan wel door een riskante belegging van de spaargelden. Tabel 1 laat zien dat het rendement op aandelen flink hoger ligt dan het rendement op staatsobligaties. In meer dan een eeuw is het rendementsverschil gemiddeld ruim meer dan 3% per jaar geweest. Maar dat is gemiddeld. Van jaar op jaar kunnen de aandelenbeurzen fors fluctueren. Terwijl in 2008 de beurzen met zo'n 30% kelderden, schoten ze in 2009 met zo'n 30% omhoog. Belangrijker nog, er zijn lange perioden aan te wijzen waarbij aandelen het slechter doen staatsobligaties.

Maar tegenover het risico van aandelen staat een verwacht surplus aan rendement. Dit surplus betekent een hoger pensioen of lagere premies. Zoals het Centraal Planbureau het formuleert: een hoog pensioen is een onzeker pensioen. Anders gezegd, een lage premie biedt geen garantie voor de toekomst. Om dit te illustreren geeft figuur 5 de uitrail tussen het belang van aandelen in de totale beleggingen en

⁴ We volgen hier de gebruikelijke karakterisering van staatsobligaties als relatief veilig. Die karakterisering kan voor beleggers verschillende redenen hebben. Van belang is onder meer de samenhang met de economische vooruitzichten (co-variantie), schommelingen rondom een verwachte waarde (variantie) en de kans dat de tegenpartij, in dit geval een nationale staat, aan de verplichtingen voldoet (landenrisico).

de pensioenpremie voor een gestileerde pensioenregeling (zie bijlage voor een nadere uitleg). De figuur laat twee keuzes tussen zekerheid en rendement zien: de premie over 40 jaar en over de laatste 20 jaar. De eerste keuze is relevant bij het opzetten van de regeling, de tweede keuze bij een aanpassing van de regeling halverwege. Uitgangspunt is de aanbeveling door economische deskundigen in de commissie Don volgens welke het verwachte jaarlijkse rendement op aandelen en obligaties 5,5% en 2,0% bedraagt. Als 36% van de portefeuille in aandelen is gestoken, bedraagt de premie 10,9% van het looninkomen. Wordt dit belang teruggebracht naar nul dan stijgt de premie naar 14,2% over de hele periode en naar 18,3% over de tweede helft van de periode. Dat zijn flinke verhogingen die laten zien dat zekerheid te koop is maar niet goedkoop is. Dit geldt met name voor een hogere premie bij een volwassen regeling. In de eerste helft van de periode wordt bij een premie als vast percentage van het inkomen relatief veel vermogen opgebouwd, door rendement op rendement. Dichter bij de pensioen leeftijd is er minder tijd om vermogen te laten renderen en is een hogere premie nodig als zekerheid voor rendement wordt ingeruild.

Figuur 5 Meer aandelen en lagere premies: becijferingen voor een gestileerde pensioenregeling



Hoofdpunten

- Het afkopen van risico is niet goedkoop: door het grote rendementsverschil tussen aandelen en obligaties is een verschuiving ten koste van aandelen ook een flinke stijging van de pensioenpremie.

3 Zekerheid: onvermijdelijke individuele en collectieve risico's

Als er nu wordt gespaard voor een uitkering die over tien, twintig of dertig jaar moet worden betaald, dan zijn er belangrijke risico's. In dergelijke perioden zijn er onvoorziene maar belangrijke economische veranderingen. Dertig jaar geleden koos China voor economische hervormingen waardoor het de lange mars van economische groei inzette. Twintig jaar geleden is de rente gaan dalen, en in tien jaar tijd hebben twee grote financiële ineenstortingen plaatsgevonden: het barsten van de dotcom-zeepbel en het uitbreken van de kredietcrisis. Veranderingen en schokken betekenen nog niet dat het pensioenstelsel fragiel is; er is vol te houden dat het stelsel deze doorstaan heeft. Veranderingen en schokken betekenen wel dat garanties moeilijk te geven zijn en dat duidelijk moet zijn wie tegenvallers opvangt. Dit is des te belangrijker geworden voor een land dat een groot pensioenvermogen heeft opgebouwd en dat de verhouding tussen werkenden en gepensioneerden ziet dalen. Hiermee wordt het ongunstiger om schokken door (een kleiner aantal) werkenden voor (een groter aantal) gepensioneerden te laten opvangen.

In deze paragraaf zullen we ingaan op wat de belangrijkste oorzaken van tegenvallers zijn en wie die tegenvallers opvangen of zouden moeten opvangen. De aandacht gaat met name uit naar tegenvallers in de economische omgeving – prijs- en loonontwikkelingen, rente en rendement en demografie – en naar manieren om die tegenvallers te verwerken. Dit biedt de context voor een discussie over het nieuwe pensioencontract waarin voor het (zelf)bedrog van 65 en 70% niet langer plaats is. Hiermee zou niet de indruk moeten ontstaan dat het hele pensioenstelsel zelf ter discussie staat. Het stelsel is één van de beste in de wereld maar het kan en moet beter. Om dat goed te begrijpen staan we kort stil bij de gevaren waarvoor het stelsel de Nederlanders behoedt.

3.1 Individuele risico's: het succes van paternalisme in de 21ste eeuw

Nederland kent meerdere pijlers om in de oude dag te voorzien: ouderdomsuitkering uit premies van werkenden, ouderdomspensioen uit verplicht eerder gespaarde premies en ouderdomspensioen uit vrijwillig eerder gespaarde premies. Nog veel landen moeten vertrouwen op nagenoeg alleen de eerste pijler. Nederland steunt op meer dan één pijler. Met name de tweede pijler van verplicht pensioensparen is van belang doordat het pensioenvermogen als fractie van het inkomen nergens ter wereld zo hoog is. Dat is een succes uit de vorige eeuw. Het succes schuilt in de verplichting te sparen. Dat lijkt niet zo te passen in deze eeuw waarin burgers beter dan ooit opgeleid zijn en beter dan ooit geëquipeerd zijn om zelf keuzes te maken. Maar opleiding is geen garanties voor het maken van rationele keuzes, zeker bij ingewikkelde financiële producten met een lange tijdshorizon. Verplichten van werknemers en werkgevers tot pensioensparen biedt unieke voordelen⁵:

Het gevaar van kortzichtigheid

Door werknemers en werkgevers te verplichten tot pensioensparen wordt voorkomen dat impulsen op de korte termijn domineren over wensen voor de lange termijn.

⁵ Er zijn andere voordelen die belangrijk maar niet uniek voor verplichte pensioenregelingen zijn. De belangrijkste is ongetwijfeld het risico van kort of lang leven. De duur van het leven is voor een individu onvoorspelbaar maar voor een grote groep van individuen niet.

Op zichzelf begrijpen werknemers dat ze moeten sparen voor de oude dag maar dat kunnen ze 'vergeten' door zorgen van henzelf over koopkracht of van werkgevers over loonkosten. Mensen hebben moeite om zichzelf te binden aan wensen voor de lange termijn ook al beseffen ze dat ze op de lange termijn daarvan spijt krijgen. Dit gevaar van individuele tijdsinconsistentie wordt vermeden.

Het gebrek aan inzicht

Financiële producten zijn voor de meeste mensen moeilijk te doorgronden. Dit is vaak ongeacht het opleidingsniveau.⁶ Zo laat onderzoek steeds zien dat rente op rente slecht begrepen wordt.⁷ Door de complexiteit laten mensen zich door vuistregels, sentimenten of andere manieren leiden. Zij maken daarbij systematisch fouten. Bovendien worden de gevolgen van financiële keuzes pas in de verre toekomst duidelijk. Dan is het te laat om die keuzes te corrigeren en om van product of aanbieder te veranderen.

Het delen van risico's over generaties

Door te verplichten ontstaat eveneens de mogelijkheid tegenvallers beter op te kunnen vangen: risico's zijn te spreiden over meerdere, huidige maar ook toekomstige generaties. Deze mogelijkheid bestaat niet of niet altijd op kapitaalmarkten maar wel voor nationale overheden, die door belastingen en schulden risico's kunnen spreiden over de bevolking én over de tijd. Door de verplichtingstelling kunnen pensioenfondsen deze mogelijkheid ook krijgen.

Pensioenregelingen beschermen Nederlanders tegen belangrijke individuele gevaren of risico's: het gevaar van kortzichtigheid, het tekort aan inzicht en het risico van kort of lang leven. Zij kunnen zich soms niet en soms maar gedeeltelijk verzekeren tegen risico's in de maatschappelijke en economische omgeving: (onverwachte) veranderingen in demografie, in prijzen en lonen, in rente en rendement. De regelingen moeten daarom aangeven wat de risico's zijn en wie deze risico's draagt. Mee- en tegenvallers kunnen op verschillende manieren verspreid worden over de deelnemers van pensioenregelingen: via pensioenpremies en via duur en hoogte van pensioenrechten.

Hoofdpunten

- Het verplichten tot pensioensparen voorkomt problemen door gebrek aan inzicht en kortzichtigheid van werknemers en geeft de mogelijkheid van risicodeling tussen generaties.

⁶ Choi ea. (2010) presenteren resultaten van een experiment waarin medewerkers en student van Harvard – met duidelijke bovengemiddelde intelligent – consequent niet de optimale keuze bij een investeringsbeslissing weten te maken.

⁷ Een typerend voorbeeld geven Hastings en Mitchell (2011). Slechts 154 van 8000 Chilenen geven het juiste antwoord op een vraag waaruit begrip van rente op rente moet blijken.

3.2 Collectieve risico's: van spook tot schok

De positie van pensioenfondsen is afhankelijk van gebeurtenissen op de financiële markten, veranderingen in het monetair beleid, de economische groei in Nederland en daarbuiten, etc. Die risico's zijn in de regel groot, al is het maar omdat de tijds-horizon lang is. We beschouwen drie categorieën:

- Lonen en prijzen
- Rendementen en rente
- Levensverwachting

3.2.1 Lonen en prijzen: schaarste op de arbeidsmarkt en het spook van inflatie

De pensioenfondsen hebben de ambitie voor een oude dag waarbij de absolute of de relatieve levensstandaard overeind wordt gehouden. In de praktijk krijgt dit vorm door de pensioenrechten te indexeren aan consumptieprijzen of lonen (zie figuur 3). Dat betekent wel dat de reële verplichtingen van pensioenfondsen gevoelig zijn voor onverwachte ontwikkelingen in lonen en prijzen. Bovendien is een belangrijk deel van de bezittingen in (staats)obligaties gestoken die wel een nominale waarde maar niet een reële waarde garanderen. Het is om deze redenen dat pensioenfondsen loon- en prijsontwikkelingen met argusogen in de gaten houden en op deze ontwikkelingen proberen te anticiperen.

Tabel 2 laat de inflatie in consumentprijzen en de stijging van het reële loon in het verleden zien. Voor pensioenrechten is vaak het contractloon relevant. Voor de inkomensverdeling is echter het brutoloon relevant. Het brutoloon stijgt sneller dan het contractloon door extra beloningen in vorm van periodieken, 13e maand, promotie, enzovoort. Deze extra beloningen zijn reguliere onderdelen van de totale beloningen, zodat ze weldegelijk structureel van belang zijn voor koopkracht van werkenden.

Tabel 2 *Stijgende lonen en constante inflatie: gegevens voor Nederland*

	1970–1979	1980–1989	1990–1999	2000–2009	Don
Consumentenprijsindex	7,1	2,9	2,5	2,2	2,0
reëel contractloon	2,9	-0,7	0,2	0,4	1,0
reëel brutoloon	3,7	0,4	0,8	1,3	-

Bron: CPB, bijlagen van Macro-Economische Verkenningen

De inflatie is in de loop der jaren gedaald. Begin jaren tachtig heeft de Federal Reserve (Fed) onder leiding van Paul Volcker de aanval op inflatie ingezet. Ten koste van een recessie is die aanval geslaagd. Met de introductie van de euro is deze trend niet veranderd maar bestendig. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft als officiële doelstelling een inflatie van niet meer dan 2% per jaar. De commissie Don gelooft dat de ECB deze doelstelling overeind kan houden en prikt de jaarlijkse prijsstijging op die 2%. Toch is dat niet onomstreden. Er zijn economen die bevreesd zijn dat het spook van inflatie weer de kop opsteekt. De Fed en de ECB hebben door de krediet-crisis veel geld gecreëerd, door banken tegen gunstige voorwaarden te laten lenen.

Deze economen vrezen dat deze grote hoeveelheid geld zich zal vertalen naar hoge inflatie. Daarmee vrezen zij eigenlijk dat de centrale banken niet onafhankelijk zijn en onder politieke druk niet of te laat de geldhoeveelheid zullen inperken. Deze vrees voor inflatie bestaat maar domineert niet de financiële markten. Uit het verschil tussen nominale en inflatie-geïndexeerde obligaties is de verwachting over toekomstige inflatie af te leiden. Die verwachting ligt nog steeds in de buurt van de 2%. Dat is niet zo vreemd. Het ruime monetaire beleid past bij de nog steeds fragiele situatie op financiële markten en van sommige financiële instellingen. Als deze situatie verbetert hebben de centrale banken evenveel ruimte als voorheen om het monetaire beleid aan te passen en in het bijzonder de geldhoeveelheid te verkrappen.

In de praktijk van de afgelopen decennia is het verschil tussen een koppeling aan prijzen en aan contractlonen niet zo heel groot geweest. In de jaren tachtig is de werkloosheid hoog opgelopen zodat de lonen onder druk hebben gestaan. In die periode is het contractloon bij de consumentenprijs achtergebleven en in reële termen gedaald. In de jaren negentig is de participatie flink toegenomen, juist doordat de lonen zich gematigd hebben ontwikkeld. Pas in de jaren nul komt er spanning op de arbeidsmarkt. Dit komt echter beter tot uitdrukking in het brutoloon dan in het contractloon. Die spanning zal de komende jaren blijven, zeker als de werkloosheid in Nederland – in weerwil van de kredietcrisis – bescheiden blijft. Een brede verwachting is dat grote oudere cohorten van de beroepsbevolking de arbeidsmarkt zullen verlaten en de lonen een opwaartse druk zullen kennen. De commissie Don veronderstelt dat de reële (contract)lonen met zo'n 1% per jaar zullen stijgen. De verwachte schaarste op de arbeidsmarkt kan de groei van de reële lonen verder opjagen, en herbergt voor pensioenfondsen een kans op een tegenvaller die niet onderschat mag blijven.

Hoofdpunten

- Sinds het begin van de jaren tachtig is de inflatie trendmatig gedaald zodat een (flink) hogere inflatie een trendbreuk zou zijn.
- Schokken in lonen is door de oplopende spanning op de arbeidsmarkt een zeker zo relevante tegenvaller voor pensioenfondsen als een (flink) hogere inflatie.

3.2.2 Beleggingsrendement: 'veilige' aandelen

Een belangrijke reden om in riskante aandelen te beleggen is rendement. De eerder besproken figuur 5 geeft het beeld dat zonder beleggingen in aandelen de premie flink moet stijgen om eenzelfde pensioen te kunnen verwachten. Maar het is bekend: resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Sterker nog, de resultaten in het verleden zijn niet altijd florissant. Er zijn altijd perioden in het verleden aan te wijzen – kort of lang – dat obligaties een beter rendement hebben gebracht dan aandelen.

Het gegeven van hoogst riskante opbrengsten verhoudt zich lastig tot de wens om (nominale) garanties te bieden. In het huidige stelsel zijn beiden gecombineerd door de eis en het streven om buffers aan te houden. Zo is er een wettelijke minimum voor de dekkingsgraad; onder de 105% moet een pensioenfonds een herstelplan indienen en ontstaat de mogelijkheid om op pensioenrechten te korten. Verder is er een vereist niveau van de dekkingsgraad waarmee met een bepaalde zekerheid

over een jaar wordt voorkomen dat de verplichtingen de bezittingen overtreffen. Voor een gemiddeld pensioenfonds komt de vereiste dekking overeen met 130%. Helaas is de positie van veel fondsen zo dat het minimum en het vereiste niveau van de dekking uiterst relevant zijn. Dit kan die fondsen doen besluiten om de kans op een tegenvaller te verkleinen door het belang van aandelen terug te brengen. De zekerheid op korte termijn gaat ten koste van het rendement op lange termijn. Bovendien zijn aandelen op de lange termijn minder riskant dan op de korte termijn lijkt. Aandelen zijn 'veilig' om twee redenen.

1) 'mean reversion' in aandelenrendementen

Volgens het idee van 'mean reversion' wordt een periode van tegenvallende rendementen gevolgd door een periode met hoge opbrengsten. Dit is onder meer te verklaren uit een overreactie van aandelenmarkten op nieuws of uit onzekerheid over het (tempo van) herstel van de economie. Hoe het ook zij, veel empirische literatuur laat zien dat mean reversion op de aandelenmarkten is terug te vinden. Wel is het tempo van terugkeer in de regel onzeker: het kan van studie tot studie en van periode tot periode verschillen. De onzekerheid hierover is zo groot dat de commissie Don twijfelt aan het bestaan van mean reversion en in elk geval de voorspelbaarheid van het fenomeen te gering vindt om een beleggingsstrategie op te baseren. Zo'n beleggingsstrategie zou bestaan dat bij vallende beurskoersen niet een gelijkblijvend maar een groter belang van aandelen wordt gekozen, en omgekeerd. Dat zou betekenen dat bij een hoge dekking een fonds voorzichtig belegt, en bij een lage dekking riskant. Het is niet zo zeer opvallend dat de praktijk niet voor mean reversion in beleggingsbeleid kiest maar het is wel opvallend dat het tegenover-

Figuur 6 Rijker en riskanter: samenhang tussen dekkinggraad en beleggingsrisico



gestelde beleid lijkt te worden gevolgd. Dat is ten minste de suggestie van Figuur 6 waarin voor verschillende fondsen een maat voor de risico van de totale beleggingen wordt afgezet tegen de dekkingsgraad. Er zou geen of een negatief verband moeten zijn. Maar de figuur laat een positief verband tussen risico en dekkingsgraad zien. Hoe rijker een fonds is, hoe riskanter het belegt.

2) samenhang tussen aandelenrendement en loon- en prijsinflatie

Aandelen geven aanspraak op winsten in vorm van dividend. De winsten en winstuitkeringen groeien gemiddeld met het algemene prijspeil en vormen daarmee mogelijk een verzekering tegen onverwachte inflatie. Belangrijker nog is de samenhang tussen lonen en winsten op lange termijn. Op korte termijn kunnen deze twee elkaar negatief beïnvloeden: hogere lonen betekenen lagere winsten. Maar los van de fluctuaties over de tijd is de verdeling opvallend stabiel. Zo schommelt de arbeidsinkomensquote in Nederland rondom de 80%. Met een almaar stijgende productiviteit en productie zullen lonen en winsten gezamenlijk laten stijgen. Deze a priori redenering vindt ondersteuning in de empirische literatuur: er zijn verschillende onderzoeken die laten zien dat lonen en aandelenrendementen op korte termijn geen samenhang vertonen maar op lange termijn wel. Die samenhang is lastig om precies te bepalen – evenals bij mean reversion – maar is duidelijk en aanzienlijk.⁸

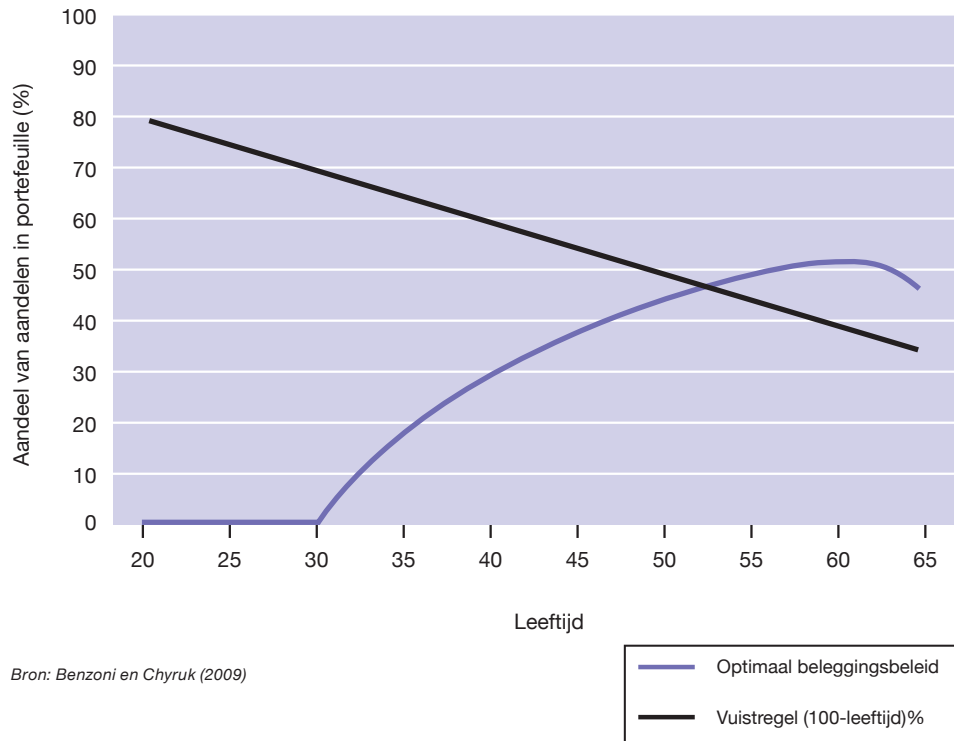
Aandelenrendementen vertonen eigenschappen die voor pensioenfondsen interessant zijn. Maar de indruk bestaat dat pensioenfondsen hiervan nog onvoldoende weet hebben en/of gebruik maken. ‘Mean reversion’ betekent juist dat een rijker fonds voor minder riskante beleggingen moet kiezen. De samenhang tussen aandelenrendementen en loongroei heeft implicaties die nog minder gemeengoed zijn.

Een ‘berg’ van aandelen

Dat jongeren – aan het begin van de loopbaan – vooral moeten beleggen is een kwestieuze aanbeveling. Deze komt voort uit het idee dat aandelen een hoog rendement hebben (= waar) en dat ze de tijd hebben om perioden van laag rendement uit te zitten (= niet waar). Er wordt vergeten dat laag rendement op aandelen kan samenvallen met lage loongroei. Dat betekent dat jongeren een dubbel gevaar lopen: een tegenvaller in hun menselijk kapitaal wordt versterkt door een tegenvaller in hun financieel kapitaal. Het gevaar van een dubbele tegenvaller vermindert naarmate de loopbaan vordert. Op korte termijn is de samenhang tussen aandelenrendementen en loongroei nagenoeg afwezig terwijl op de langere termijn deze wenselijk is als pensioenen gelijke tred met lonen moet houden. Het belang van aandelen moet tijdens de loopbaan oplopen. Met name in de tweede helft van de loopbaan moet het belang het grootst zijn. Figuur 7 laat het contrast zien. De gebruikelijke aanbeveling is dat jong meer in aandelen belegt dan oud en dat gedurende loopbaan aandelen een steeds kleiner deel van de beleggingsportefeuille beslaat. Een betere aanbeveling is dat het patroon over de tijd een ‘berg’ moet zijn.

⁸ Zie Benzoni ea (2005) en Geanakoplos en Zeldes (2010).

Figuur 7 Een berg van aandelen: Het optimale gewicht van aandelen in een beleggingsportefeuille



Bron: Benzoni en Chyruk (2009)

Geen taboe op beleggen in Nederland

Een pensioenfonds is gebaat bij beleggingen waarvan de opbrengsten nauw samenhangen met Nederlandse prijzen en lonen. De ambitie is immers om de pensioenverplichtingen te indexeren voor veranderingen in lonen of prijzen of een combinatie daarvan. Er mag over een periode van meerdere jaren geen groot verschil tussen prijsinflatie in Nederland en de overige euro-landen ontstaan. Dat is niet gezegd voor reële lonen. Verschillende ontwikkelingen van productiviteit biedt ruimte voor een verschillend groeitempo van lonen. Het is daarom met name relevant om te studeren op de samenhang tussen beleggingsopbrengsten en lonen in Nederland voor de langere termijn. Die samenhang is te verwachten voor investeringen in Nederland. Het gaat daarbij niet perse om in Nederland aan de beurs genoteerde bedrijven: deze opereren vaak internationaal waardoor winsten en dividenden geen sterke samenhang vertonen met het wel en wee van de Nederlandse economie. Het gaat daarbij wel om investeringen in gebouwen, infrastructuur, Nederlandse starters, op binnenland georiënteerde ondernemingen, etc. Het voordeel van spreiden is af te wegen tegen het voordeel van samenhang die deze investeringen brengen tussen bezittingen en verplichtingen, en dus tussen lonen en pensioenen. Op dit moment zijn de bezittingen buitenlands en de verplichtingen Nederlands. Deze asymmetrie is groot: pensioenfondsen besteden slechts een fractie van hun gelden in Nederland. Er hoeft daarom geen taboe te rusten op investeren in Nederland, als deze naar verwachting het vereiste rendement opleveren. Ze spelen bovendien nog niet de rol van actieve investeerder die bestuurders van Nederlandse instellingen en bedrijven aanjagen. Ook dit kan een (maatschappelijke) overweging zijn.

Een reële discontovoet voor reële ambities

Pensioenregelingen bieden nominale garanties aan deelnemers. Deze nominale verplichtingen in de nabije en verre toekomst worden gewaardeerd met een risicovrije marktrente als discontovoet: een lage discontovoet betekent hoge verplichtingen. De regelingen verstoppen de reële ambitie om de pensioenrechten de lonen te laten volgen, uit angst dat een reële garantie tot nog hogere eisen aan buffers zal leiden. Die angst is te begrijpen als dezelfde lage discontovoet gebruikt wordt. Echter, een riskante discontovoet voor riskante ambities of garanties ligt beduidend hoger dan de risicovrije discontovoet. De Amerikaanse econoom Zeldes gaat zo ver om te zeggen dat reële garanties daarom goedkoper zijn dan nominale garanties. Dit is een voorbeeld dat het toezichtkader niet adequaat is.

Veilig is vaak kortzichtig

Fondsen hebben goede redenen om een keuze voor aandelen te maken. Het blijkt echter lastig om in die keuze te volharden als een forse schok de aandelenmarkten treft. Dat wordt in de hand gewerkt door de nadruk op de dekkingsgraad in het toezichtkader en van de toezichthouder. Om niet per ongeluk weer of verder onder het minimum van de dekkingsgraad te geraken, hebben sommige pensioenfondsen risico's uitgesloten, door het renterisico via swaps af te dekken en door aandelen te verkopen. Figuur 8 laat verschillen in beleggingsbeleid van de grootste Nederlandse pensioenfondsen zien in reactie op de kredietcrisis. In 2008 kregen de beurzen een enorme tik maar in 2009 volgde een haast even flink herstel. Het ABP maar nog meer het PFZW hebben in 2008 per saldo aandelen gekocht. In 2009 consolideert PFZW de winst door een klein deel te verkopen. Met name opvallend is het verschil met de pensioenfondsen in de metaal (PMT/PME). Zij verkopen bij een dalende beurs en kopen bij een stijgende beurs. Dat is consolideren, niet van winst maar van een verlies. Dat heeft die fondsen enkele honderden miljoenen euro's gekost. Het illustreert dat het uitsluiten van risico's op de korte termijn ten koste gaat van het resultaat op lange termijn.

Sturen op de dekkingsgraad geeft spanning tussen korte en lange termijn. Pensioenfondsen hebben een veel langere horizon dan een (of een paar) jaar. Het gaat daarom om de kansen dat de reële ambities worden gehaald. Frank de Jong (2010) houdt dan ook een pleidooi om het toezichtkader ingrijpend te veranderen: verlaat het idee van een bepaalde zekerheid dat binnen één jaar steeds de bezittingen de verplichtingen overtreffen en geef aandacht aan de kans op het realiseren van reële ambities in de toekomst (de continuïteitstoets). We kunnen dit pleidooi volledig onderschrijven. Zo'n continuïteitstoets zou wat ons betreft rekening moeten houden met de toestroom van nieuwe deelnemers en het effect daarvan op de reële ambities. Het toezichtkader lijdt aan een kortzichtigheid die Nederland per saldo geen zekerheid biedt maar wel op kosten jaagt.

Figuur 8 Wie heeft er gelijk? Reactie op de kredietcrisis bij de grootste pensioenfondsen



Hoofdpunten

- Aandelenrendementen hebben ook ‘veilige’ eigenschappen op lange termijn: mean reversion en samenhang met loongroei.
- Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen houden waarschijnlijk nog onvoldoende rekening met deze eigenschappen: rijke fondsen lijken riskanter te beleggen, en er hoort geen taboe op beleggen in Nederland te zijn.
- Het toezichtkader wringt: bij een reële ambitie hoort een reële discountvoet en de aandacht voor de korte termijn gaat ten koste van perspectief voor de lange termijn.

3.2.3 Levensverwachting: langer leven is nog niet langer werken

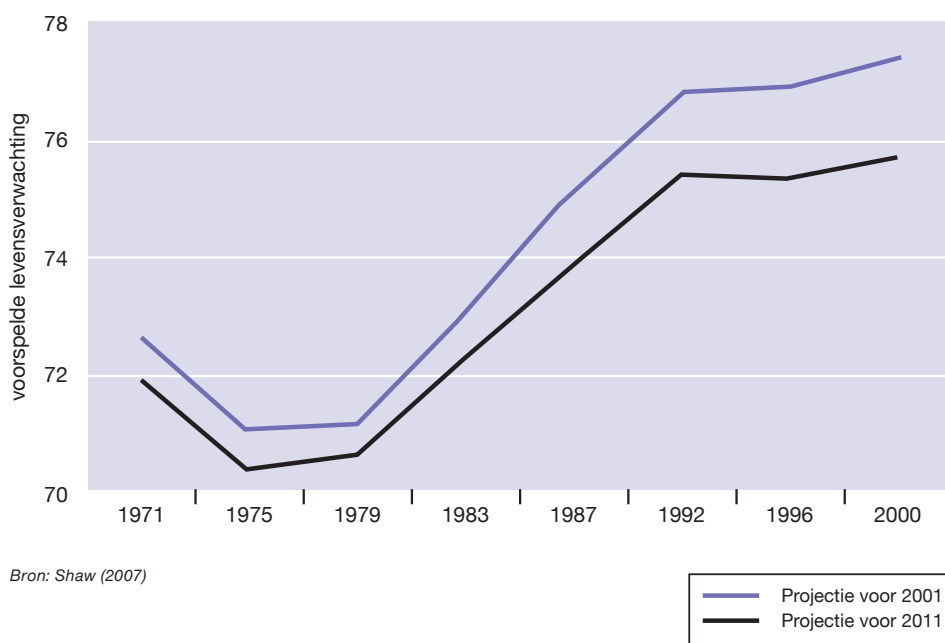
‘Voorspellen is lastig, zeker als het de toekomst betreft’. Met dat belegen grapje verontschuldigen economen zich vaak voor de onnauwkeurigheid van hun voorspellingen. Die onnauwkeurigheid is inmiddels bij het grote publiek bekend. De sterke omslag in de economie is na de val van Lehman Brothers door het Centraal Planbureau niet voorzien. Dat demografen niet veel beter voorspellen dan economen is misschien niet zo bekend. Zij hebben het voordeel dat demografische projecties niet de nabije maar de verre toekomst betreffen: de voorspellingen van demografen zijn al lang en breed vergeten op het moment dat de feitelijke uitkomsten bekend zijn. Soms neemt iemand de moeite om de demografische projecties uit het verleden met het resultaten in het heden te

⁹ De figuur is bedoeld om de onzekerheid over demografische projecties te illustreren. Het is niet zo dat de levensverwachting bij geboorte voor pensioenfondsen de meest relevante grootte is. Zo is de deze afhankelijk van de mate van kindersterfte. Maar de oloploop in levensverwachting is bepaald niet alleen toe te schrijven aan een daling in kindersterfte.

vergelijken. Figuur 9 geeft voor het Verenigde Koninkrijk de levensverwachting bij geboorte in 2001 en 2011 zoals voorspeld op verschillende momenten vanaf 1971.⁹

Het is duidelijk: de levensverwachting bij geboorte naar boven is bijgesteld en systematisch onderschat. Het verschil tussen de voorspelling in 1975 en 2000 is ruim vijf jaar. Dat is naar alle maatstaven geen gering verschil. Het is tussen 1979 en 1992 gecorrigeerd.

Figuur 9 Kunnen demografen voorspellen? De voorspelde levensverwachting voor 2001 en 2011 bij geboorte



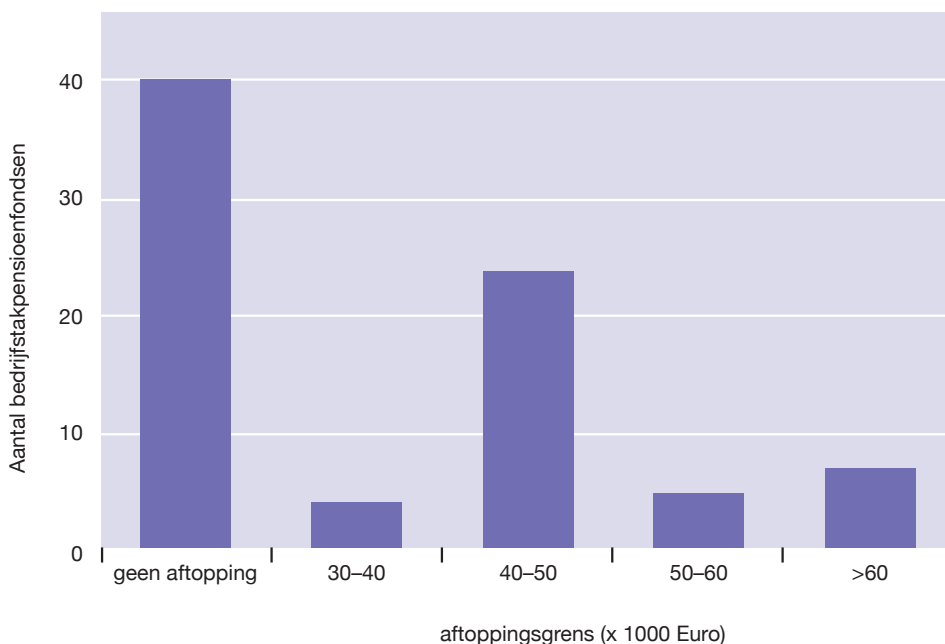
De onzekerheid van de levensverwachting speelt pensioenregelingen parten. Zij hebben de taak een voorziening voor de oude dag op te bouwen maar weten niet wanneer de verplichtingen aan de deelnemers gemiddeld eindigen. Zij moeten hun voorzieningen aanpassen als deelnemers gemiddeld langer leven. De vraag is hoe. Het idee bestaat om de gerechtigde leeftijd voor ouderdomsuitkering en -pensioen te koppelen aan de levensverwachting (vanaf 65). Het is op te vatten als koppeling van baten met lasten: tegenover het voordeel van langer leven staat dan het nadeel van langer betalen. Het is daarmee ook op te vatten als een verweer tegen het verwijt dat de jongeren voor ouderen betalen. Het spoort in elk geval met de wens het stelsel robuuster te maken in die zin dat schokken in levensverwachting een duidelijke financiële vertaling krijgen en niet de positie van pensioenfondsen onder druk zetten.

Het stelsel van ouderdomsuitkeringen en -pensioenen is ook te stutten door een hogere effectieve leeftijd. De financiële prikkels om te stoppen vóór 65 zijn in de afgelopen jaren afgebouwd. De riant VUT-regelingen zijn verdwenen hoewel soms vervangen door minder riant prepensioenregelingen. Het gevolg is geweest dat de participatie in groep van 60- tot 65-jarigen toegenomen is. Maar de participatie van die groep is nog (ver) beneden het gemiddelde.

Terwijl de 'battle of generations' aandacht trekt, blijven de verschillen tussen generaties nog onderbelicht. Dit is verre van terecht.

Verschillen in levensverwachting spelen de pensioenregelingen parten. Er zijn nog steeds forse verschillen in levensverwachting tussen vrouwen en mannen en tussen laag- en hoogopgeleiden. Dat laatste is een vorm van perverse solidariteit: laagopgeleiden met een gemiddeld lage levensverwachting dragen relatief meer aan pensioenfondsen bij dan hoogopgeleiden met een hoge levensverwachting. De CPB-econoom Jan Bonenkamp (2007) heeft becijferd dat een man met alleen basisonderwijs ruim een kwart van de ingelegde premies kwijt is aan hoogopgeleiden (17%) en aan vrouwen (9%). De herverdeling binnen een generatie is daarmee zeker zo belangrijk als de herverdeling tussen generaties, hoewel de meeste aandacht in de regel uitgaat naar de 'battle of generations' en de herverdeling tussen jong en oud. Perverse solidariteit is lastig te verdedigen. Het is te beperken door de pensioengrondslag te maximeren. Daarmee wordt aan de impliciete subsidie voor hoogopgeleiden een bovengrens gesteld. Dat gebeurt in de praktijk: de helft van de bedrijfstakpensioenfondsen kiest hiervoor, zo laat figuur 10 zien. Toch is vol te houden dat pensioenfondsen hiervoor nog niet voldoende kiezen. Het zijn juist de grootste fondsen met de meeste deelnemers die kiezen voor een onbeperkte pensioengrondslag. De sociale partners kiezen in deze fondsen klaarblijkelijk voor (het in stand houden van) perverse solidariteit.

Figuur 10 Een grens aan perverse solidariteit: Maximale pensioengrondslag door de helft van de bpf-en



Bron: Argumentenfabriek

Tegen het einde van de loopbaan zijn er eveneens belangrijke verschillen tussen werknemer. Die verschillen weerspiegelen de posities op de arbeidsmarkt. Met een sterke positie loont het om door te werken tot of na 65, maar met een zwakke positie niet. Veel pensioenregelingen bieden de mogelijkheid om de pensioenuitkering

vroeger of later te laten ingaan. Vroeger betekent een lager inkomen: die mogelijkheid biedt de ouderdomsuitkering echter niet. Dit is daarmee vooral beperkend voor werknemers met een weliswaar flexibel maar ook bescheiden pensioen. Het kunnen juist deze werknemers zijn voor wie lang werken niet zo lonend is. Omgekeerd, later betekent een hoger inkomen: die mogelijkheid biedt de ouderdomsuitkering eveneens niet. Maar er zijn meer redenen om niet na de officiële leeftijd door te werken. Zo zijn er prepensioenregelingen waardoor het financiële advies is om op de leeftijd van 64 jaar en 11 maanden te stoppen. En zo is er in Nederland verplicht ontslag op het moment dat de pensioengerechtigde leeftijd wordt bereikt. Het gevolg is dat de druk om te stoppen groot is. Werknemers en werkgevers tellen af tot de officiële leeftijd; ze nemen geen beslissing over de optimale leeftijd. Hierdoor verzuimen ze om te investeren in menselijk kapitaal en verzwakt dat de positie van oudere werknemers onnodig. Met name werkgevers zijn beducht om verplichte ontslag te herzien. Maar hiermee blijven mooie woorden over participatie van oudere werknemers en vrome verhalen over seniorenbeleid in de lucht hangen.

In Nederland is de druk om te stoppen groot. Het is geen troost, zelfs geen schrale troost dat Nederland één van de vele Europese landen is waar die druk groot is. Er wordt geen rekening meer gehouden met het belang dat aan werk toegekend wordt en toe te kennen is. Het geeft mensen een eigen identiteit en biedt hen een sociale omgeving. Geldt dit niet langer vanaf de pensioengerechtigde leeftijd? Natuurlijk niet. Pensioen heeft grote gevolgen voor het individuele leven, en die zijn niet altijd positief. Sterker, uit onderzoek komt naar voren dat 1 jaar eerder met pensioen zo'n 7½ maand korter leven tot gevolg heeft.¹⁰ Dit is het perverse effect van pensionering.

Nederland kent een systeem van pensioenen dat, laten we zeggen, ongelukkige neveneffecten heeft: het verslechtert de arbeidsmarktpositie van oudere werknemers, het houdt nog te weinig rekening met individuele verschillen aan het eind van de loopbaan, en het heeft een pervers effect op gezondheid. Deze neveneffecten vormen redenen om niet langer een richtleeftijd te hanteren maar een minimumleeftijd. Vanaf die minimumleeftijd kunnen mensen met pensioen gaan en ontvangen zij een relatief lage ouderdomsuitkering en -pensioen. Naarmate mensen langer doorwerken, zullen zij een hogere ouderdomsuitkering en -pensioen ontvangen. De minimumleeftijd is te combineren met een maximumleeftijd zodat rondom de spilleeftijd een bandbreedte is.

Barr en Diamond (2008) wijzen erop dat de toename in de uitkering en pensioen niet actuariael fair hoeft te zijn. Bij actuariael fair is de toename gelijk aan het eerder bespaarde bedrag en het rendement daarop. Het idee is dat hierdoor tussen pensionering en doorwerken geen financieel verschil ontstaat. Barr en Diamond zien meerdere redenen om van dit idee af te wijken. Zo is vroege pensionering (in combinatie met een inkomenstoets die bijverdiensten uitsluit) toch vooral bedoeld voor mensen met een slechte gezondheid of een lage productiviteit. Het is vooraf in het belang van veel deelnemers om door vroege pensionering hiertegen enigszins verzekerd te zijn. De kosten van vroege pensionering kunnen dan betaald worden met een minder dan actuariael faire toename. Bovendien is de beslissing over pensionering niet alleen een financiële afweging. Recent onderzoek van het Centraal Planbureau heeft weer laten

¹⁰ Dit effect doet zich voor bij mannen en niet bij vrouwen. Kuhn ea (2010) wijzen daarom een gedragsverandering na pensionering die met name hart- en vaatziekten in de hand werkt.

zien dat privaat vermogen weinig effect heeft op de beslissing om eerder met pensioen te gaan. Zelfs winnaars van loterij werken (bijna) net zo lang als ieder ander. Daarentegen lijken – dit is speculatiever – sociale normen ook van groot belang te zijn. De sociale norm is op het moment nog eerder stoppen dan 65. Een mooi voorbeeld is in de inleiding al gegeven: ongeacht generatie denken de ondervraagden te stoppen met 63 in 2006. Door de richtleeftijd los te laten en door voor een minimumleeftijd te kiezen, wordt de sociale norm zwakker of verschuift de sociale norm naar langer werken.

Hoofdpunten

- De koppeling van de gerechtigde leeftijd aan de levensverwachting maakt het pensioenstelsel robuuster.
- De perverse solidariteit van arm naar rijk is te beperken door maximering van de pensioengrondslag en door de mogelijkheid van vroegpensioen in combinatie met een inkomenstoets.
- Werknemers en werkgevers tellen af en beslissen niet over het moment van pensioen. Dat schaadt investeringen in menselijk kapitaal van oudere werknemers.
- Beslissen over het moment van pensionering is gewenst en bevordert door een richtleeftijd met een bandbreedte van een minimum- en een maximumleeftijd en door het schrappen van het verplichte ontslag bij de richtleeftijd.

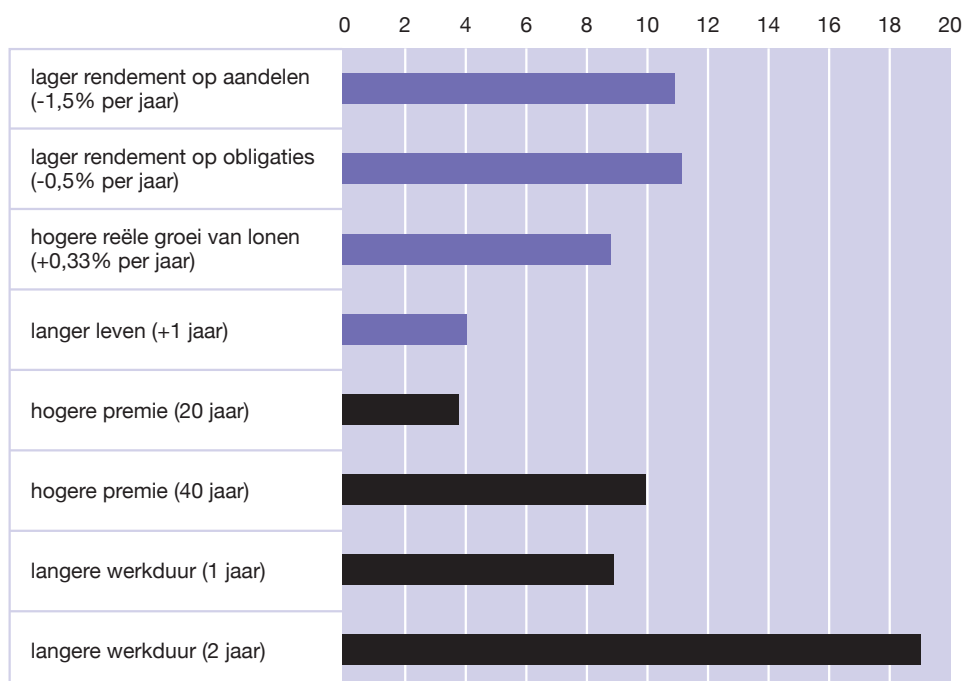
3.3 Reactie op risico: inkomens –of werkzekerheid

De garanties van nominale bedragen zijn niet de reële ambities voor de oude dag. Wat die ambities zijn of zouden moeten zijn is niet zo duidelijk: vragen als ‘wat is de oude dag’ en ‘wanneer begint de oude dag’ worden door pensioenfondsen verschillend beantwoord. Duidelijk is wel dat de reële ambities niet altijd te realiseren zijn: in een onzekere (financiële) wereld zijn zekerheden over tien, twintig of dertig jaar niet te geven. In deze paragraaf zijn de belangrijkste collectieve tegenvallers voor pensioenfondsen belicht: hogere reële lonen en daarbij achterblijvende reële pensioenen, een lager reëel rendement op aandelen, een lager reëel rendement op obligaties bijvoorbeeld door onverwachte inflatie of landenrisico, en een hogere levensverwachting. De collectieve risico's zijn niet te vermijden. Dat geldt ook voor het risico van aandelenrendement: het verschil in het verwachte rendement op aandelen en op obligaties is dermate groot dat meer zekerheid door minder aandelen bepaald niet goedkoop is. In een eerder gegeven voorbeeld stijgt de premie tijdens de hele loopbaan van bijna 11% naar meer dan 14% (zie Figuur 5). De collectieve risico's zijn niet te vermijden: ze treffen elk fonds. Wel kunnen er onderlinge waarborgen zijn omdat de ene deelnemer beter risico's kan dragen dan de andere deelnemer. Maar er is veel voor te zeggen om collectieve risico's te laten doorklinken in rechten van de deelnemers. Dat kan geleidelijk of onmiddellijk, afhankelijk van de aard van het risico. Bij een blijvende schok ligt een onmiddellijke aanpassing voor de hand, bij een mogelijk tijdelijke schok een geleidelijke aanpassing. Onverwachte veranderingen in rendement en rente en in lonen en prijzen kunnen geleidelijk in rechten doorklinken. Dit biedt tijd om te ontdekken of deze veranderingen tijdelijk of blijvend zijn. Zo kan de rente tijdelijk laag zijn of kan de beurs weer opveren. Die tijd is er juist doordat pensioenfondsen dergelijke risico's over huidige en nieuwe generaties kunnen delen. Een hogere levensverwachting is daarentegen in de regel een blijvende verandering die vraagt om een onmiddellijke

aanpassing. Uitzondering hierop kan worden gemaakt voor deelnemers die vlak voor hun pensioen denken te staan en die door een andere pensioenleeftijd overvallen dreigen te worden.

Figuur 11 toont voor een representatief pensioenfonds het relatieve effect van de mogelijke tegenvallers op de pensioenuitkering, specifiek voor de vervangingsratio tussen pensioenuitkering en laatstverdiend loon (bij een ongewijzigde premie en een ongewijzigde pensioengerechtigde leeftijd).¹¹ Het effect is berekend voor een gestileerde pensioenregeling die uit beschikbare premies de pensioenuitkering betaalt (zie bijlage). De figuur is een manier om die tegenvallers enigszins vergelijkbaar te maken (waarbij geen rekening wordt gehouden met de samenhang tussen de tegenvallers). Een lager rendement op aandelen van jaarlijks 1,5% en op obligaties van jaarlijks 0,5% hebben een vergelijkbaar effect: de pensioenuitkering is iets meer dan 10% lager.¹² Bij een hogere groei van lonen en bij een langere levensverwachting blijft de pensioenuitkering eveneens achter. Het pensioenfonds zou meer middelen moeten hebben om de oorspronkelijke vervangingsratio uit te komen. Het is wel zo dat de ‘tegevaller’ van een hoger loon kan samengaan met een meevaller van een hoger aandelenrendement.

Figuur 11 Collectieve risico's en reacties: effecten op pensioenuitkering als ratio van loon (procentuele verandering)



¹¹ Figuur 11 laat zien dat er belangrijke tegenvallers voor een pensioenregeling kunnen zijn waardoor de ambitie van een pensioen op 65 tegen 70% in het gedrang komt. Dit wordt niet wezenlijk anders bij een andere leeftijd of een ander percentage. Het effect op het totale inkomen na pensioen is kleiner naarmate de pensioenuitkering minder belangrijk is en de ouderdomsuitkering via de AOW belangrijker is.
¹² Het gelijke effect bij een ongelijke daling reflecteert de veronderstelling dat het belang van obligaties twee keer groter is dan dat van aandelen.

Er zijn nog andere reacties op de tegenvallers dan een lagere pensioenuitkering: meer sparen door hogere premies (van werknemers en werkgevers) of een later pensioen. In dit voorbeeld leidt een 10% hogere premie vanaf de start van de loopbaan tot een 10% hogere uitkering aan het eind. De figuur laat echter zien dat een 10% hogere doorsneepremie in de tweede helft van de loopbaan maar tot een 4% hogere uitkering leidt. Door het effect van rente op rente zijn premies in het begin van de loopbaan effectiever dan aan het eind. Anders gezegd, naarmate de loopbaan vordert zijn premies steeds minder effectief om tegenvallers op te vangen. Een later pensioen en langer werken heeft wel een duidelijk effect. Als de verwachte pensioenduur met 5% daalt en dus met één jaar wordt bekort, is de pensioenuitkering ruim 8% hoger. De winst is vooral gelegen in de opeenstapeling van rente op rente: het pensioengeld kan langer 'werken' om een goede pensioenuitkering te worden.

De vraag is welke reactie op (gerealiseerde) risico's geëigend is. Mee of tegenvallers kunnen tot uitdrukking komen in inkomen tijdens de loopbaan (variabele premie), in inkomen na pensionering (variabele uitkering) of in werkduur (variabele pensioenleeftijd). Er zijn zeker twee enquêtes die een indicatie van voorkeuren over de reactie geven.¹³ Beiden laten zien dat als reactie op tegenvallers een lager ouderdoms- of pensioenuitkering het minst gewenst is. Dat is goed voor te stellen: na pensionering is er niet langer de keuze om meer te werken om lager pensioeninkomen te compenseren. De nadruk ligt op meer sparen door hogere premies of langer werken door een hogere pensioenleeftijd.

Als reactie op risico kent extra sparen twee problemen. Ten eerste kan sparen als reactie op tegenvallers te laat komen. Sparen heeft een minder groot effect naarmate de beoogde uittreedleeftijd dichterbij komt, zoals in figuur 11 wordt geïllustreerd. Dat geldt zeker voor 'vergrijsde' pensioenfondsen met relatief weinig jonge en relatief veel oude deelnemers. Ten tweede heeft sparen via collectieve premies een ongunstig effect op de werkgelegenheid en bruto nationaal product. De hogere premies worden gezien als hogere lasten die leiden tot hogere looneisen en/of minder stimulans om te werken. Het Centraal Planbureau becijfert dat een premiestijging van 4,6% gepaard gaat met een verlies 0,6 à 0,8% in bruto nationaal product op de korte termijn en 0,3% op de langere termijn. De commissie Goudswaard ziet overigens een derde probleem: de concurrentiepositie van Nederland. Dat snijdt echter geen hout, zoals we in het tekstkader "pensioenpremie en concurrentiepositie" uitleggen. Nederland kan de premies verhogen zonder dat bedrijven uit de markt geprijsd worden. De problemen betekenen nog niet dat meer sparen geen geëigende reactie is. Volgens de enquêtes zijn de ondervraagden bereid meer premie te betalen voor minder risico. Ze betekenen wel dat extra sparen tijdig en vrijwillig moet gebeuren. Halverwege de loopbaan zouden de deelnemers de keuze moeten krijgen om meer te sparen voor de oude dag. Dat zou moeten gebeuren binnen de collectieve regelingen: voorkom dat mensen onnodige dure individuele verzekeringen moeten afsluiten.

Een andere reactie op risico is het vervroegen of het uitstellen van het pensioen. Het vermogen om te reageren op risico is van waarde, in dit geval van duidelijk financiële waarde. Bij een tegenvallende pensioenuitkering kan deze worden

¹³ Zie '21 minuten' en DNB (2010)

opgehoogd door een later pensioen en langer werken. Dit is niet zonder problemen. De voornaamste complicatie is dat tegen het einde van de loopbaan investeringen in werknemers (door de werknemers zelf en de werkgevers) afnemen en de positie op de arbeidsmarkt verzwakt. Hierdoor zijn mensen begrijpelijkerwijs bezorgd of langer werken als reactie op risico's wel tot de mogelijkheden behoort. Daarom is het stelsel van ouderdoms- en pensioenuitkering niet op zichzelf beschouwd worden, maar verdient de wisselwerking tussen het stelsel voor de oude dag en de instituties op de arbeidsmarkt volop aandacht. Daarom leggen we de nadruk op een minimum- en maximumleeftijd voor pensioen waarbij de richtleeftijd (en de bandbreedte) is gekoppeld aan de levensverwachting en niet gepaard gaat met verplicht ontslag. Ook andere, directe manieren om investeringen in het menselijk kapitaal van oudere werknemers aan te moedigen zijn welkom. Tegelijkertijd moeten mensen de mogelijkheid houden (bijvoorbeeld vanwege gezondheid) te kunnen kiezen voor een laag maar vroeg pensioen. Hierbij hoort wel een inkomenstoets.

Hoofdpunten

- Er zijn andere reacties op grote risico's mogelijk dan te kiezen voor een tegenvallende pensioenuitkering.
- Collectief hogere premies schaadt de werkgelegenheid.
- Halverwege de loopbaan is een individueel sparen binnen collectieve regeling een reactie op het risico van een tegenvallend pensioen.
- Aan het eind van de loopbaan is latere pensionering een effectieve reactie op een tegenvallend pensioen.

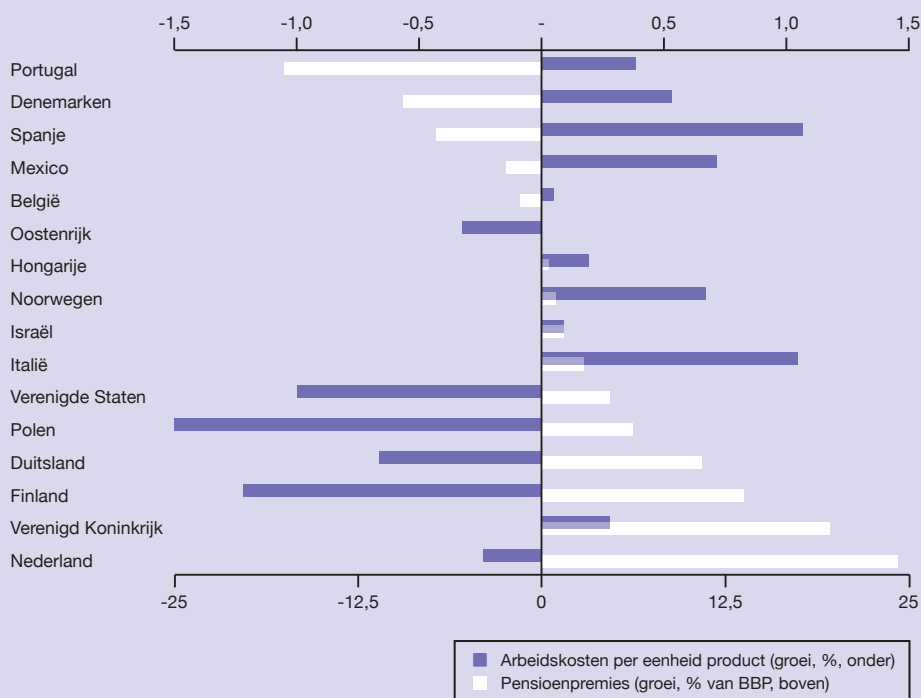
Pensioenpremies en concurrentiepositie

De commissie Goudswaard beweert stellig dat de concurrentiepositie van Nederland verslechtert als de pensioenpremies stijgen. De premies lijken niet omhoog te kunnen. Nu is concurrentiepositie van een land een problematisch begrip; de concurrentiepositie van Nederlandse bedrijven is een duidelijker begrip. Die concurrentiepositie hoeft niet te verslechteren. Voor te stellen is dat de pensioenpremies in een land omhoog gaan zonder dat de loonkosten voor bedrijven in dat land veranderen. Dat kan als de lonen even veel dalen als de premies stijgen. Hiermee is de concurrentiepositie van bedrijven onveranderd, zodat de stelligheid van de commissie niet goed te begrijpen is.

De zorg van de commissie Goudswaard is waarschijnlijk gelegen in aanpassing aan hogere premies op korte termijn: tegenover hogere premies hoeven op korte termijn nog geen lagere lonen te staan. Deze zorg is wel te begrijpen. Echter aan de onderhandelingstafel is er weldegelijk een verband. De vakbonden zullen looneisen matigen naarmate de pensioenpremies stijgen. Een vergelijking tussen verschillende landen ondersteunt dit. Figuur 12 laat over de periode 2001–2007 de stijging van de loonkosten per eenheid en van de pensioenpremies zien. Er is eerder een negatief dan een positief verband tussen beide grootheden. Daar waar de loonkosten stijgen, dalen de pensioenpremies.

Het idee dat werkgevers bij tegenvallers moeten bijspringen is misschien sympathiek maar niet zeer realistisch. Uiteindelijk betaalt de werknemer: of via een hogere premie of via lagere lonen.

Figuur 12 Stijgende loonkosten en dalende pensioenpremies



Bron: OECD

3.4 Reactie op risico: de overheid versus pensioenfondsen

Er zijn twee pijlers voor de collectieve oude-dagsvoorziening, de ouderdomsuitkeringen en de ouderdomspensioenen. De twee pijlers zijn één geheel maar kennen een verschillende besluitvorming. Bij de ouderdomsuitkeringen heeft de overheid het voortouw, bij de ouderdomspensioenen de sociale partners (onder wettelijke voorwaarden). In de praktijk vergen beslissingen over de eerste en/of tweede pijler overleg, in de traditie van het Nederlandse poldermodel, die voor buitenstaanders maar ook voor ingewijden onoverzichtelijk is.

Het onoverzichtelijk overleg heeft soms onvoorspelbare uitkomsten: het hoeft niet tot een gezamenlijk resultaat te leiden. Er is een bestuurlijk risico dat elk van de partijen kan raken. Voor de tweede pijler van ouderdomspensioen is er een ‘bestuurlijk’ of politiek risico. De politiek kan beslissingen nemen die belangrijke consequenties voor die tweede pijler hebben, hoewel die beslissingen strikt genomen niet over de keuzes in de tweede pijler gaan. Zo heeft het kabinet in 2007 voorgesteld om fiscale aftrek van pensioenpremies te maximeren. Mede door grote druk van een groot aantal instellingen – pensioenfondsen, koepelorganisaties, werkgevers- en werknemersorganisaties – is dit voorstel ingeruild. Het is een voorbeeld dat vooral bedoeld is om te laten zien dat pensioenen een bestuurlijk risico lopen. Omgekeerd loopt de politiek eveneens een bestuurlijk risico. Zo worden koopkrachtplaatjes beïnvloed door keuzes over indexatie van pensioenen en de hoogte van de premies. Zo is het kabinet in 2003 geconfronteerd met sterk oplopende premies op het moment van oplopend werkloosheid. De interactie tussen de vele actoren is daarom gediend met een robuust stelsel van ouderdomsuitkeringen en pensioenen. Met een robuust stelsel is de kans kleiner dat de onoverzichtelijke interactie leidt tot een onvoorspelbare uitkomst.

De wisselwerking tussen overheid en pensioenfondsen kan positief voor beiden zijn. Terwijl de overheid nominale schuld heeft, hebben de pensioenfondsen een vermogen vaak in vorm van staatsobligaties. Bij onverwachte inflatie erodeert de schuld van de overheid en het vermogen van pensioenfondsen. Voor de een is er meevaller en voor de ander een tegenvaller. De tegen- en meevallers vallen niet precies tegen elkaar weg: Nederland heeft per saldo een positief buitenlands vermogen. Maar het is weldegelijk mogelijk om het risico gedeeltelijk te beperken. Daarom pleiten economen in de regel voor inflatie-geïndexeerde staatsobligaties. Dit is een stap om het stelsel van ouderdomspensioenen robuuster te maken. Het biedt bovendien het voordeel dat ook derden zich kunnen indekken tegen de gevolgen van onverwachte inflatie.¹⁴

Hoofdpunten

- Een robuust stelsel voorkomt bestuurlijke risico's
- Door de uitgifte van inflatie geïndexeerde obligaties is er gunstige ruil van risico tussen overheid en pensioenfondsen te behalen.

¹⁴ Zie onder meer Bodie (2010) met een pleidooi hiervoor. Maar Fleckenstein ea (2010) betogen dat de Treasury, het Amerikaanse Ministerie van Financiën, goedkoper kan financieren dan door de uitgifte van inflatie-geïndexeerde obligaties. Een vergelijkbaar argument wordt in Nederland door het Agentschap gebruikt.

4 Bereidheid tot risico: betrouwbaar collectief en individuele regie

De deelnemers aan een pensioenfonds storten maandelijks een premie in de gezamenlijk pot in het vertrouwen dat de pot verstandig wordt beheerd en dat zij een pensioen aan het eind van hun werkzame leven krijgen. Dit vertrouwen heeft een knauw gekregen. Veel pensioenfondsen hebben voor de tweede keer in tien jaar tijd maatregelen moeten nemen om hun vermogenspositie te verbeteren: vaak blijven de pensioenuitkeringen achter bij de prijzen en zeker bij lonen, soms worden premies hoger en heel soms worden pensioenuitkeringen verlaagd.

Is het een niet te vermijden en onvoorziene tegenslag geweest of is het slecht beheer dat de pensioenfondsen tot deze maatregelen noopt? Het is voor de gemiddelde deelnemer moeilijk te zeggen, te meer omdat pensioenregelingen complex blijken, de pensioenfondsen tot dusver in relatieve stilte geopereerd hebben, de deskundigen elkaar tegen spreken, de sociale partners naar de politici wijzen en omgekeerd, en de toezichthouder en pensioenfondsen onderling kiffen. Het vertrouwen is dan niet vanzelfsprekend meer. In augustus 2010 is het vertrouwen in pensioenfondsen nog lager dan dat in banken.

Zonder vertrouwen komt de vraag wie de dans ontspringt en wie het gelag betaalt. Dus denkt de jongere deelnemers dat zij de rekening betalen.¹⁵ (Bij een leeftijd onder 35 is slechts 7% het hiermee oneens, en 18% tussen de leeftijd van 35 en 50). Slechts een klein deel van de oudere werknemers en de gepensioneerden is het met ze eens (28% respectievelijk 24%). Het overgrote deel van de oudere werknemers en gepensioneerden denkt zelf meer van die rekening te betalen. Kortom, velen denken dat ze er zelf meer bij inschieten dan anderen. Jong betaalt voor oud, denkt jong. Oud betaalt zelf, denkt oud. Daarom is soms de roep te horen “ik wil m'n geld terug” en om de verplichte deelneming los te laten. Als aan zo'n roep gehoor wordt gegeven, wordt de bijl aan de wortel van het collectieve stelsel gelegd, hoewel het buiten Nederland veel geprezen en enigszins afgunstig bekeken wordt. Zo ver is het (nog) niet gekomen.

Door het tanende publieke vertrouwen is het verre van denkbeeldig dat elke partij zich voorzichtiger opstelt: sommige pensioenfondsen zullen meer dan voorheen risico's afdekken en de toezichthouder zal strenger worden. Het is aannemelijk dat de bereidheid om risico's te nemen afhankelijk van het publieke vertrouwen is. Dit is in elk geval onze aanname. De vraag is vervolgens hoe dat publieke vertrouwen te herstellen is. Deze vraag is niet uniek voor pensioenfondsen. Andere financiële instellingen als banken, verzekeringsmaatschappijen en toezichthouders worstelen hier ook mee. Doen alsof er geen lessen te trekken zijn, zal het vertrouwen niet terugbrengen maar verder laten eroderen. Maar welke lessen zijn er te trekken?

Betrouwbaar collectief contract

Het herstel van vertrouwen vereist een betrouwbaar pensioencontract. Het moet duidelijk zijn over risico's. Over een periode van tien, twintig of dertig jaar zijn garanties niet of nauwelijks te geven. Het rendement op aandelen kan tegenvallen, de rente op obligaties kan lager dan verwacht zijn, enzovoort. Niet garanties moeten centraal staan maar ambities. Het contract moet duidelijk zijn over die ambities. Is het streven om een absolute levensstandaard overeind te houden of om een

¹⁵ DNB (2010)

relatieve inkomenspositie in tact te houden of een combinatie van beiden? Belangrijker nog, 70% is een vorm van (zelf)bedrog. Al voor de crisis is die 70% voor veel deelnemers niet aannemelijk; de crisis heeft het niet aannemelijker gemaakt. Verder moet het contract duidelijk zijn over de gevolgen van tegenvallers: wat betekenen die voor wie? Anders gezegd, de contracten moeten explicieter worden. Het doorrekenen van resultaten naar rechten van deelnemers maakt het contract eveneens robuuster. Kortom een betrouwbaar contract is duidelijk over de ambities, over de risico's dat die ambities wel of niet gehaald worden en moet bestand zijn tegen schokken en trends. Het contract moet als fair ervaren worden en daarom rekening houden met de verschillen tussen deelnemers. Terwijl werkende deelnemer nog de mogelijkheid hebben om extra te sparen en langer te werken hebben gepensioneerde deelnemers dat niet. Het ligt daarom voor de hand dat de werkende deelnemers meer risico dragen dan de gepensioneerde deelnemers. Dat is fair. Bovendien zijn er verschillen in gezondheid en in levensverwachting tussen deelnemers. Er zou geen perverse solidariteit tussen gezond en ziek moet zijn. Dat is fair. Daarom pleiten wij voor de mogelijkheid van vroege pensionering door een flexibele uittredeleeftijd (in beide pijlers) en voor een maximering van de pensioen-af trek (zie eerder). Tot slot kunnen verschillen in inkomen nog een reden zijn om risico's te herverdelen. Een klein pensioentje kan meer bescherming worden geboden dan een groot pensioen. De nadruk op een betrouwbaar contract werpt een ander licht op de rol van sommige partijen.

Geen technocratische pensioenfondsbestuurders

De pensioenfondsbesturen moeten meer kunnen dan alleen beleggen. De verantwoordelijkheid van het pensioenfondsbestuur is om de toevertrouwde gelden verstandig te beleggen. Vaak wordt er geroepen om versterking van de beleggingskennis bij besturen. Dat is geboden en kan op verschillende manieren. Maar bij verantwoordelijkheid hoort verantwoording. Dat is nodig voor het publieke vertrouwen. Het is niet voor niets dat de discussie over gepensioneerden in het bestuur keer op keer opstaat: het gaat om vertrouwen, ook bij gepensioneerde deelnemers. Maar bij verantwoording wordt niet beter en eerder slechter door het toevoegen van beleggingsexperts aan het bestuur en technocratisering van bestuursbesluiten.

Verdwijnde werkgevers

Als de resultaten doorwerken in rechten en de risico's worden gedragen door de deelnemers lopen de werkgevers geen risico. De werkgevers dragen premies af maar dit gaat ten koste van loon, soms op de korte termijn al maar zeker op de lange termijn. Vroeger of later betalen de werknemers de premies. Het contract is voor en door deelnemers geworden. Wie betaalt bepaalt. Dat zijn niet langer de werkgevers. Hun rol is uitgespeeld. Het idee dat werkgever moeten bijspringen bij tegenvallers is misschien sympathiek maar niet realistisch. Vroeger of later betalen werknemers voor hun pensioen: of via hogere werknemerspremies of via lagere lonen dankzij hogere werkgeverspremies.

Geduldige toezichthouder

Als rechten meer dan nu resultaten reflecteren kan en moet het toezicht veranderen. Van belang zijn de kansen dat de voorziening voor de oude dag mee- of tegenvalt. Hiermee komt de nadruk te liggen waarop die hoort te liggen: de pensioenen in de nabije en niet zo nabije toekomst. De toezichthouder hoeft zich niet of minder

te richten op de dekkinggraad en de kans dat die dekkinggraad binnen één jaar onder de 100 komt. De tijdshorizon wordt langer en men zou kunnen zeggen dat de toezichthouder geduldiger wordt. Dit voorkomt paniecreacties als de resultaten tegenvallen en die het perspectief voor de toekomst verslechteren.

Individuele regie

Betrouwbare contracten zijn nog niet voldoende om het publieke vertrouwen in pensioen te herstellen. Zelfs als risico's en hun gevolgen klip en klaar in een pensioencontract staan beschreven en in communicatie van pensioenfondsen worden uitgedragen, blijven tegenvallers onaangename verrassingen. De verplichting van pensioensparen is mede ingegeven door een gebrek aan over- en inzicht van individuele deelnemers. Ze hebben (nog) meer interesse voor de huidige dan voor de oude dag en kunnen de relevante risico's op financiële markten moeilijk inschatten. Dan blijven tegenvallers nieuws, onaangenaam nieuws. Door 'nieuwe' feiten kunnen ze zich overvallen voelen, zeker als het voldongen feiten zijn. Het meest duidelijk is dat bij mensen die vlak voor hun beoogde pensionering het 'nieuws' ontvangen dat hun pensioenuitkering lager is. Het is daarom goed om mensen tijdig keuzes te bieden en enige regie te geven. Er is misschien slecht nieuws maar dat zijn nog geen voldongen feiten. Dat zou op zeker drie momenten in het leven moeten.

- *Halverwege de loopbaan: individueel bijsparen in een collectieve regeling*
Halverwege de loopbaan heeft het nog zin om te bekijken of de mogelijkheid er is om bij te sparen als het te verwachten pensioen niet overeenstemt met het gewenste pensioen. Door een individuele mogelijkheid tot bijsparen te bieden, kan rekening worden gehouden met individuele verwachtingen en wensen. Bovendien hebben collectieve premies een negatief bijeffect op werkgelegenheid.
- *Aan het eind van de loopbaan: de keuze tussen pensioeninkomen en pensioenleeftijd*
Met een flexibele uittredeleeftijd voor de ouderdomsuitkering en -pensioen hebben deelnemers de keuze tussen vroeger en later stoppen en daarmee tussen een laag en hoog pensioeninkomen. Stel dat 70% van het laatstverdiende loon inderdaad een ideaal inkomen voor de oude dag is, dan is dat te bereiken door voldoende lang door te werken. Voor sommige deelnemers loont doorwerken niet, vanwege een tegenvallende positie op de arbeidsmarkt of een tegenvallende gezondheid. Zij kunnen ervoor kiezen vroeg te stoppen en met lager inkomen dan die 70% genoeg te nemen.
De koppeling van de spilleeftijd aan de levensverwachting mag deelnemers niet voor verrassingen stellen. Het zal toch 5 tot 10 jaar van te voren bekend moeten zijn met welke spilleeftijd de deelnemers rekening moeten houden.
- *Aan het einde van het leven: de keuze tussen geld of natura*
Aan het einde van het leven zal het belang van vrij besteedbaar inkomen afnemen en de behoefte aan een geschikte woonplek en een goede zorg toenemen. Ook hierbij is aan het individu keuzes te bieden en regie te geven. Dit valt buiten het bereik van dit stuk. We moeten volstaan met de opmerking dat pensioenfondsen nog weinig concrete initiatieven ontplooiën om de keuze tussen pensioen in geld of in natura vorm te geven.

Om tot keuzes op verschillende momenten in het leven te komen, zijn nog veel veranderingen nodig. Zo kan en moet de arbeidsmarktpositie van veel oudere werknemers verbeteren. Zo zijn deze werknemers kwetsbaar voor veranderingen in het bedrijf en bedrijfsvoering. Lallemand en Rycx (2007) laten zien dat het effect van leeftijd op arbeidsproductiviteit relatief negatief is bij ICT-intensieve bedrijven. Het is aannemelijk dat in ICT-intensieve bedrijven de veranderingen in de afgelopen jaren groter zijn geweest dan elders. Die veranderingen hebben de oudere werknemers niet kunnen bijbenen. Om veranderingen wel te kunnen bijbenen, zullen werkgevers en werknemers zelf moeten investeren. Het gaat daarbij maar deels om formele scholing die bijvoorbeeld door de fiscale scholingsaftrek te stimuleren. Het gaat daarbij om informele training, vaak 'on the job' en via uitdagende projecten. Het aftellen tot pensionering door de ontslagplicht staat hierbij in de weg. Maar ook zullen werkgevers zich moeten realiseren dat zij zullen moeten investeren in oudere werknemers, omdat de samenstelling van de beroepsbevolking aan het veranderen is. Ze zullen het talent en de ervaring van die oudere werknemers nog hard nodig hebben; ze zullen die moeten behouden. Ze zullen daarom moeten inspelen op voorkeuren en eigenschappen van die oudere werknemers. Nog te vaak zijn er mooie woorden over seniorenbeleid maar krijgen jongere werknemers toch de voorkeur. In een vergrijzende arbeidsmarkt is dat niet vol te houden.

5 Conclusie

Niet veel lezers zullen nog denken dat ze ruim voor 65 met pensioen kunnen. Veel lezers denken nog wel dat het inkomen bij pensionering 70% van het laatst verdiende loon zal bedragen. Dat is niet waarschijnlijk, zeker nu de positie van veel pensioenfondsen niet zo florissant is. Die 70% is wel te bereiken maar dan weet u niet wanneer. U kunt kiezen: een pensioencontract dat u feitelijk geen zekerheid biedt of een pensioencontract dat u duidelijk de onzekerheden beschrijft. Het lijkt geen groot verschil maar is dat toch. Het is een verschil in duidelijkheid. Wij denken dat duidelijkheid meer vertrouwen inboezemt dan onduidelijkheid. Het is een verschil tussen het huidige contract en het nieuwe contract.

Het huidige contract heeft een aantal nadelen. Laten we die opsommen:

- 1 De nominale garanties sluiten niet aan bij de reële ambities die de verschillende pensioenregelingen kennen. Daardoor blijft onduidelijk dat er een gapend gat is tussen het gehoopte en het te verwachten pensioen.
- 2 De garanties en de buffers om die garanties waar te maken, leggen de nadruk op de korte termijn. Het afdekken van risico's op korte termijn tast het perspectief voor de langere termijn aan.
- 3 Het huidige contract is slecht voor de werkgelegenheid. Zo betekenen buffers hogere collectieve premies die werken ontmoedigen. Belangrijker nog, de vaste leeftijd betekent aftellen tot het pensioen en beslissen over stoppen. Hierdoor investeren werkgevers en werknemers te weinig in het menselijk kapitaal van oudere werknemers. Dit tast hun positie op de arbeidsmarkt aan.
- 4 De (verkeerde) garanties zijn niet altijd waar te maken en zullen van tijd tot tijd leiden tot een wankel publiek vertrouwen in pensioenregelingen. Het huidige contract is te star en onvoldoende robuust gebleken.

Het nieuwe contract ontloopt risico's niet. De ambities voor de oude dag zijn alleen waar te maken tegen hoge premies of door een hoog rendement. In de veronderstelling dat Nederland wel de premies kan maar niet wil verhogen, bijvoorbeeld om negatieve effecten op werkgelegenheid te voorkomen, betekent de keuze voor een hoog rendement ook een hoog risico. Daarbij is het risico van beleggingen in aandelen op de korte termijn groter dan op lange termijn: een tegenvallend rendement op aandelen gaat op termijn gepaard met tegenvallende groei van lonen en dus meevallende pensioenverplichtingen. De risico's over het pensioen moeten scherp in beeld komen, voor de deelnemers en onder toezicht van DNB.

Bij risico hoort een reactie. Ten eerste moeten er onderlinge waarborgen zijn. Zo zijn werkenden beter in staat om risico's te dragen dan gepensioneerden. Tegenover een verzekering van risico's door werkenden is gebruikelijk dat er een vergoeding staat. Zo moet de perverse solidariteit tussen gezond en ziek beperkt worden. Dat kan door mogelijkheid van vroege pensionering (met een inkomenstoets) en door het maximeren van de pensioenopbouw. Ten tweede moeten er individuele regie zijn. Geef deelnemers het vermogen te reageren op risico's. Dat vermogen is ook van waarde. Halverwege de loopbaan moeten de werkende deelnemers kunnen kiezen voor individueel bijsparen in de collectieve regeling. Aan het einde van de loopbaan moeten de deelnemers kunnen kiezen tussen de duur van werken en de hoogte van het pensioeninkomen. Dit laatste betekent een spilleeftijd, die gekoppeld is aan de levensverwachting, met flinke marge om eerder of later te stoppen. Verplicht ontslag bij de spilleeftijd past hierbij niet. Werkgevers en werknemers moeten gezamenlijk beslissen over de resterende duur

van het arbeidsverband. Algemener, in een vergrijzende arbeidsmarkt zullen werkgevers zich moeten realiseren dat ze niet haast klakkeloos de voorkeur aan jongere werknemers kunnen geven maar dat ze het talent en de ervaring van oudere werknemers moeten behouden. Dat vereist formele scholing, die fiscaal is te bevorderen maar vooral informele manieren van leren en werken voor oudere werknemers. Het Nederlandse stelsel van pensioen is één van de beste in de wereld. Toch kan het beter. Nu worden risico's ontlopen, in woord en in daad, tast het de werkgelegenheid aan en is het vertrouwen wankel. Dat kan beter.

6 Bijlage: Een gestileerde pensioenregeling

De modellering van een pensioenregeling is eenvoudig en is ontleend aan die van het Centraal Planbureau voor de commissie Goudswaard.

Een werknemer begint op tijdstip T_0 met werken en gaat op tijdstip T_1 met pensioen. De werknemer betaalt ieder jaar een over de tijd constante (doorsnee) premie als toevoeging aan het pensioenvermogen. Op dat vermogen wordt elk jaar een rendement behaald; de hoogte van het rendement is afhankelijk van de beleggingsmix, met een over de tijd constant aandeel voor beleggingen in aandelen en voor beleggingen in (staats)obligaties.

Het pensioenvermogen (V) op uitredingsleeftijd T_1 is:

$$V = \sum_{t=T_0}^{T_1-1} [\alpha r_f + (1 - \alpha)R_t]^{t+1-T_0} p w_t.$$

In deze vergelijking is α het percentage van het pensioenvermogen dat in de risicovrije titel belegd is en $(1 - \alpha)$ het percentage aandelen; r_f is het rendement op de (staats) obligaties en R_t is het rendement op aandelen in jaar t ; p is de jaarlijkse pensioenpremie in procenten en w_t is het loon in jaar t .

Er wordt aangenomen dat bij pensionering op T_1 een risicoloze annuïteit wordt gekocht. De vervangingsratio als percentage van het laatstverdiende loon a is af te leiden uit de volgende vergelijking:

$$V = \sum_{t=T_1}^{T_2} \frac{a w_{T_1-1} (1 + g_t)}{(1 + r_f)^{t-T_1}}.$$

Hierbij is g de groei van de pensioenuitkering pensioen afhankelijk van de groei van lonen. Verder is het alsof het einde van de pensionering op tijdstip T_2 een gegeven is.

Het is een eenvoudige aanpak met daardoor een aantal beperkingen. Zo is er geen beleggingsrisico na pensionering en blijft de beleggingsmix tijdens de loopbaan onveranderd. Het komt neer op beschikbare premieregeling waardoor inkomensoverdrachten tussen of binnen generaties niet in beschouwing genomen worden.

Er zijn verschillende getalsmatige veronderstellingen over de pensioenregeling en de relevante economische variabelen

- De pensioenleeftijd is 65 jaar (T_1), en de levensverwachting is 85 jaar (T_2). Het is alsof mensen op de leeftijd van 85 met zekerheid overlijden. Mensen treden op 25-jarige leeftijd toe tot het pensioenfonds (T_0).
- In overstemming met de commissie Don (het KvED-deel) is gekozen voor een reëel rendement op aandelen van 5,5% per jaar en op obligaties van 2% per jaar. Van de beleggingen wordt 36% gestoken in aandelen en de rest in (staats) obligaties.
- De lonen groeien reëel met 1% per jaar en de pensioenrechten zijn gedeeltelijk, voor 2/3 gekoppeld aan de lonen.

- Het streefniveau van de vervangingsratio (uitkering als percentage van het laatstverdiende loon) van de eerste en tweede pijler gezamenlijk bedraagt 70% bij uittreding op 65-jarige leeftijd. Van deze 70% is aangenomen dat 30%-punt door de eerste pijler wordt verzorgd en 40%-punt via het aanvullende pensioen moet worden opgebouwd.
- De pensioenpremie is gezet op 10,9% van het loon, en er is geen franchise. Dit gekalibreerde premietarief is redelijk consistent met de gerapporteerde pensioenpremie van 14,3% in 2008.

7 Literatuur

21 minuten (2006, 2009), zie 21minuten.nl

AFM (2010), Geef Nederlanders pensioeninzicht; Werken aan vertrouwen door dichten van de verwachtingskloof

Argumentenfabriek (2010), Denkhulp pensioencontract

Barr, N., en P. Diamond (2008), *Reforming Pensions; Principles and Policy Choices*, Oxford University Press

Beetsma, R., and A. Buccioli (2010), Differentiating Indexation in Dutch Pension Funds, *Netspar Discussion Paper 12*

Benzoni, L., and O. Chyruk (2009), Investing over the Life Cycle with Long-Run Labor Income Risk, mimeo

Benzoni, L., P. Collin-Dufresne, en R. S. Goldstein (2005) Portfolio Choice over the Life-Cycle in the Presence of 'Trickle Down' Labor Income, *NBER Working Paper No. 11247*

Bodie, Z. (2009), TIPS for Holland; Inflation-Linked Bonds, Transparency and the Public Interest, *NEA Papers 22*

Bohn, H. (2010) Private versus public risk sharing: Should governments provide reinsurance? Mimeo, Netspar Conference on Pension Systems after the Crisis

Bonenkamp, J. (2007) Measuring lifetime redistribution in Dutch occupational pensions, *CPB Discussion Paper 81*

Bonenkamp, J., en E. Westerhout (2010), Private wealth and planned early retirement; A panel data analysis for the Netherlands 1994-2009, *CPB Discussion Paper 160*

Bonenkamp, J., L. Bovenberg, C. van Ewijk en E. Westerhout (2010), Report on the Effect of the Credit Crisis on the Solvency of Dutch Pension Funds and its Economic Consequences, *Netspar Discussion Paper 07*

Bonenkamp, J., en E. Westerhout (2010), Intergenerational risk sharing and labour supply in collective funded pension schemes with defined, *CPB Discussion Paper 151*

Choi, James J., D. Laibson and B. C. Madrian 2010. "Why Does the Law of One Price Fail? An Experiment on Index Mutual Funds," *Review of Financial Studies* 23(4): 1405-1432

CPB (2008), Loonongelijkheid in Nederland in: *Centraal Economisch Plan 2008*, Den Haag

Commissie Don, Commissie Parameters (2009), Advies betreffende parameters pensioenfondsen

Commissie Frijns, Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (2009), Pensioen: Onzekere zekerheid; Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen

Commissie Goudswaard, Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen (2009), Een sterke tweede pijler, Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen

DNB (2010), Naar nieuwe pensioencontracten: Wat zijn de voorkeuren van deelnemers?

Deaton, A. (2007), Income, Aging, Health and Wellbeing Around the World: Evidence from the Gallup World Poll, *NBER Working Paper* 13317

Euwals, R., R. de Mooij, D. van Vuuren (2009) *Rethinking Retirement From participation towards allocation*, Centraal Planbureau, Den Haag

Ewijk, C., en L. Bovenberg (2010), Designing the pension system: Conceptual framework, Mimeo

Fleckenstein, M. , F. Longstaff en H. Lustig (2010), Why Does the Treasury Issue TIPS? The TIPS-Treasury Bond Puzzle, *NBER Working Paper* 16358

Geanakoplos, John, and Stephen P. Zeldes (2010), "Market Valuation of Accrued Social Security Benefits," in *Measuring and Managing Federal Financial Risk*, Chicago: University of Chicago Press.

Hastings, J., and O. S. Mitchell (2011), How Financial Literacy and Impatience Shape Retirement Wealth and Investment Behaviors, *NBER Working Paper* 16740

Jong, F. de, en A. Pelsser (2010) Herziening Financieel Toetsingskader, *NEA paper* 33

Kuhn, P., P. Kooreman, A.R. Soetevent, A. Kapteyn (2008), The Own and Social Effects of an Unexpected Income Shock: Evidence from the Dutch Postcode Lottery, *NBER Working Paper* 14035

Kuhn, A., J.-P. Wuellrich, en J. Zweimüller (2010), Fatal Attraction? Access to Early Retirement and Mortality, mimeo

Lallemand, T., en F. Rycx (2009), Are older workers harmful for firm productivity, *De Economist*, 157, 3

Lucas, D.J. en S.P. Zeldes (2009), How Should Public Pension Plans Invest?, *American Economic Review*, 99:2, 527–532

Lusardi, A., en M. van Rooij (2010), Financial Literacy: Evidence and Implications for Consumer Education, *Netspar Panel Paper* 16

Luttmer, E.F.P. (2005), Neighbors as Negatives: Relative Earnings and Well-Being, *Quarterly Journal of Economics*, 120(3), pp. 963-1002, August 2005.

Molenaar, R., en E. Ponds (2009), Differentiatie naar leeftijd in de financiering van collectieve pensioenen, *NEA paper 7*

Montae Pensioen en GfK Panel Servies (2010), Onderzoek Pensioen in Nederland

Ooijen, R. van, M. Mastrogiacomo en R. Euwals (2010), Private wealth and planned early retirement A panel data analysis for the Netherlands 1994-2009, *CPB Discussion Paper 160*

Shaw, C. (2007) Fifty years of United Kingdom national population projections: how accurate have they been? *Population trends 128*

Tang, P.J.G. (2010), Topinkomens over de top, *Economisch-Statistische Berichten*, 95 (4580)

Teulings, C.N., en C. van Ewijk (2010), Nieuw pensioencontract onvermijdelijk, *CPB Policy Brief*, 2011/01

