



C.N. Teulings en C.G. de Vries

Teulings is hoogleraar economie aan de Universiteit van Amsterdam, directeur SEO Economisch Onderzoek en coördinator van Netspar. De Vries is hoogleraar economie aan de economische faculteit van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Beiden zijn fellow van het Tinbergen Instituut. Met dank aan Fieke van der Lecq en Omro Steenbeek voor diverse suggesties en intellectuele inbreng.
cdevries@few.eur.nl

Micropremie en macroparadox

Het nieuwe financiële toetsingskader voor de pensioensector heeft een procyclische uitwerking. Om dit ongewenste effect te voorkomen, moet het toetsingskader beter aansluiten bij de moderne beleggingstheorie.

Dit is het eerste deel in de serie Pensioenvraagstukken in macro-perspectief die in najaar 2005 verschijnt. In deze ESB-serie staat de samenhang tussen de pensioensector en diverse markten centraal.

De Nederlandse macro-economie heeft een ongemakkelijke verhouding met het nieuwe pensioenbeleid. De consumptie is al drie jaar aanhoudend laag door de sterk gestegen premies, pensioenfondsen worstelen met onderdekking door de val van de aandelenmarkten en de lage lange rente, bedrijven migreren massaal naar de beschikbare premieregeling vanwege boekhouding op basis van marktwaarde en de consument spaart zich kapot door de onzekere arbeidsmarkt en de twijfelachtige waarde van de oudedagsvoorzieningen. Dit gebeurt ondanks het feit dat de Nederlandse pensioenfondsen tot de rijkste van de wereld behoren. Vandaag vindt de aftrap plaats van een nieuwe serie ESB-artikelen over de macro economische aspecten van onze pensioenregelgeving.

Paradox

“De premie voor uw pensioen is per 1 januari 2005 sterk gestegen. In deze brief leggen wij uit waarom het ABP-bestuur dit besloten heeft, ondanks dat de financiële positie van het fonds verbeterd is.” Zo begon de brief die de auteurs – en velen met hen – begin dit jaar van hun pensioenfonds ontvingen. Deze twee zinnen zouden de basis kunnen vormen voor een lastige tentamenvraag, vanwege de vele zaken die hierin zitten verborgen. De verklaring voor de paradox berust op een aantal economische mechanismen. Bijvoorbeeld, de aangescherpte zekerheidseisen op fondsniveau dwingen tot zodanige premieverhogingen dat deze macro-economische gevolgen hebben voor de bestedingen, waardoor de groei vertraagt. Dit werkt weer negatief door op de zekerheid en dwingt tot een volgende ronde van premieverhogingen. Een tweede voorbeeld betreft het effect van de extra besparingen die worden belegd in obligaties. Dit doet de obligatierente dalen, want de extra vraag naar obligaties drijft de prijs op en verlaagt het rendement. Dit leidt weer tot een hogere contante waarde van de (vaste) pensioenverplichtingen, hetgeen een tweede ronde van premieverhogingen inluidt. Deze mechanismen geven een vicieuze cirkel van te veel besparingen en te weinig consumptie. De Nederlandse economie groeit hierdoor niet of nauwelijks en de arbeidsmarkt stagneert. Dit geeft onzekerheid bij de consument over de arbeidsmarkt en drukt de consumptie verder.

De overstap van bedrijven naar de beschikbare premieregeling vanwege de boekhouding op basis van marktwaarde (de pensioenclaims van gegarandeerde-aansprakenregelingen figure-

ren als kostbare geschreven putoptie in de bedrijfsboekhouding) maakt de toekomstige waarde van de pensioenen extra onzeker. In het geval van de gegarandeerde aansprakenregeling scheidt de onduidelijkheid over indexatie onzekerheid. Daarbij komt de versoering door de overgang naar de middenloonregeling.

Het lijkt een paradox: de fondsen doen het beter, maar toch moet er meer premie worden geheven

Al deze factoren maken dat er nog meer wordt gespaard en de economie stagneert. Niettemin behoren de Nederlandse fondsen tot de rijkste van de wereld. Over de vraag hoe groot en belangrijk de genoemde effecten zijn, kan men twisten. Het is tijd voor een herbezinning op de mogelijke mismatch tussen enerzijds pensioenprudentie op microniveau, door aangescherpte zekerheidseisen en daarmee hogere premies, en anderzijds de macro-economische effecten daarvan in de vorm van lage groei en hoge werkloosheid. ESB heeft al veel aandacht besteed aan de pensioenvragen.¹ Gegeven dat de economische groei nog steeds op zich laat wachten, is dit thema van groot belang. Onlangs vond er een studiedag plaats aan de Erasmus Universiteit over dit onderwerp, waar deze nieuwe artikelenserie uit voortkomt. In dit inleidende artikel zetten wij de zaken op hoofdlijnen uiteen en stellen wij de belangrijkste vragen. De vervolgartikelen gaan nader in op een aantal specifieke zaken. De reeks wordt afgesloten met een overzichtartikel waarin ook de discussie op de studiedag aan de orde komt.

Pensioenen als klikfondsen

Nederlanders hechten nogal aan zekerheid, zoals blijkt uit de populariteit van klikfondsen. Het ambitieniveau van veel pensioenfondsen is om aan de (reële) verplichtingen te voldoen. De waardevastheid van pensioenen is voor veel Nederlanders

¹ Zie de serie 'Pensioenen op het spel' in ESB, 87^{ste} jaargang, 2003.

een belangrijk thema. De nog immer zeer populaire gegarandeerde aansprakenregeling is de belangrijkste pensioenvorm. Omdat bij deze regeling in feite garanties worden afgegeven over de hoogte van de toekomstige uitkeringen (in nominale of reële termen), vereist dit dat het fonds voldoende zekerheden inbouwt. Het nieuwe financieel toezichtskader (FTK) van de Nederlandsche Bank moet de garantie bieden dat dit ook werkelijk gebeurt. DNB heeft gemeend dat daartoe de overwaarde van de meeste pensioenfondsen naar 30% moet worden opgehoogd, terwijl deze nu gemiddeld op 15% zit. Hiertoe moet echter veel geld worden gereserveerd, dat niet meer elders in de economie kan worden ingezet. De kosten van deze zekerheid komen echter minder in beeld en zouden wel eens fnuikend kunnen uitpakken voor de bedrijvigheid. Daardoor biedt het FTK misschien eerder minder dan meer zekerheid. Hoe kan dit? Door de voorkeur voor zekerheid worden fondsen gedwongen in staatsobligaties met een laag risico te beleggen. De keerzijde van het lage risico is dat op de obligaties een laag rendement wordt behaald, waardoor de vermogensopbouw te langzaam gaat. Daarom moet de inleg van pensioenspaarders omhoog. De prijs van de extra zekerheid is zodoende dat er veel meer premies moeten worden geïnd. De premiesprong drukt de bestedingen van de consument en de groei van de economie.

Uit berekeningen van Teulings en De Vries (2005) blijkt bijvoorbeeld dat de 'zekerheid' van een honderd procent obligofinanciering de welvaart met 11% drukt. Om dit verlies goed te maken, zou de pensioenleeftijd met vijf jaar moeten worden verhoogd. Het betekent tevens dat aan de vraagzijde naar kapitaal een tekort aan risicodragend vermogen ontstaat, wat remmend werkt op de groei van de economie. Omdat de Nederlandse pensioenfondsen zo groot zijn, zijn deze effecten aanzienlijk. Een open discussie over de gewenste zekerheidsgraad, afgewogen tegen de kosten, is hard nodig. Het is te gemakkelijk alleen voor extra zekerheid te pleiten zonder de kosten ervan uit de doeken te doen.

De economische hoofdvraag is of deze 'armoe in rijkdom' wel nodig is

Solidariteit

Er wordt vaak gesteld dat men de onzekerheid in beleggingen en de economische ontwikkelingen niet mag afwentelen op de gepensioneerden. Omdat de gepensioneerden niet meer kunnen werken, zou intergenerationele solidariteit er uit bestaan dat de huidige werkenden voor het wel en wee van de hele economie moeten opdraaien. Toch is dit niet zo eenvoudig als het lijkt, want de solidariteit gaat dan maar één richting op. De huidige discussie over de vraag wie de kosten van prepensioenen bij het ABP moet betalen, is hier een goed voorbeeld van. Uit wiens inleg het prepensioen wordt betaald, is onduidelijk. Overigens is de Vut indertijd plotsklaps ingevoerd, zonder dat daarvoor eerder was gespaard. Waarom het afschaffen weer repareren met prepensioenen? De voorzichtigheid bij de huidige neerwaartse aanpassing staat daarmee in schril contrast.

Diffuse eigendomsrechten van pensioengelden geven meestal onduidelijke signalen, waardoor de arbeidsmarkt wordt verstoord en een suboptimale allocatie tot stand komt. Het verzeke-

ringsprincipe is gebaseerd op wederzijdse solidariteit. Maar bij intergenerationele solidariteit gaat deze altijd van jong naar oud en niet andersom. Ook is het moeilijk om met nog ongeboren generaties contracten af te sluiten, waardoor deze solidariteit in feite moet worden afgedwongen.

De solidariteit binnen een generatie is daarentegen veel mak-

Terwijl iedereen opgeeft over de intergenerationele solidariteit, is er weinig nagedacht over wat dit principe in feite inhoudt

kelijker te implementeren in een stelsel van generatierekeningen. In zo'n stelsel heeft elke generatie een eigen pensioenvermogen, dat wordt beheerd op een voor die generatie optimale manier. Daardoor is de verzekeringsgedachte direct toepasbaar (zie Teulings & De Vries, 2005).

Arbeidsmarkteffecten

Dankzij de gegarandeerde-aansprakenregelingen staat in een recessie de werkgelegenheid extra onder druk. In een recessie moeten de werkenden dan tweemaal betalen. Ten eerste worden ze geconfronteerd met de mogelijkheid hun baan te verliezen en in inkomen achteruit te gaan. Ten tweede gaan de premies omhoog omdat de vermogenswaarde in een recessie meestal minder wordt, terwijl de verplichtingen aan de ouderen en toekomstig gepensioneerden niet verminderen. De motivatie om te werken tijdens een recessie neemt dus af in plaats van toe. In de ons omringende landen die het omslagstelsel hanteren, worden deze effecten nog veel sterker gevoeld, omdat daar de dubbele rekening meteen moet worden betaald daar er geen kapitaalbuffer is.

Vrije keuze van fondsen

Voor de mobiliteit van arbeid zou een pensioenfonds los moeten staan van het bedrijf waar men werkzaam is. Dit voorkomt de pensioenbreuk, die op EU-niveau nog steeds dramatisch is. Maar ook binnen Nederland kan een bedrijfsafhankelijk pensioenfonds de overstap tussen banen vergemakkelijken. Daarnaast kan de fondsdeelnemer het management disciplineren via het stemmen met de voeten, oftewel door over te stappen naar een ander fonds. Bovendien voorkomt het een vermenging van de belangen van de sponsor (het bedrijf) en het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. De Enron-affaire is wel het duidelijkste voorbeeld van hoe dit mis kan gaan. Het beleggen in aandelen van de sponsor is hier gelukkig wel gelimiteerd.

Langer werken

Een groot deel van de pensioenfondsen met een gegarandeerde aansprakenregeling is inmiddels overgestapt van een eindloonregeling naar een vorm van middenloonregeling. Het motief om oudere werknemers voor hun pensionering te ontslaan vanwege explosief stijgende loonkosten, is daardoor ontkracht. De Vut-regeling wordt afgebouwd, wat eveneens

moet zorgen voor een langere arbeidsduur. Anderzijds neemt de levensverwachting nog steeds toe. In termen van het FTK heeft deze mooie ontwikkeling echter geleid tot een verhoging van de verplichtingen voor de verwachte langere levensduur met ongeveer 4% en bovendien een actuariële risico-opslag van 3,5% voor de onzekerheid rond deze verwachting. Effectief betekent dit dat de pensioenpremies nog eens met een extra 7,5% (procentpunten over de bestaande 19% premie, ofwel 1,5% van het bruto-loon) omhoog zouden moeten. Blijkbaar is de gedachte dat langer leven misschien ook langer werken kan betekenen in Nederland vooralsnog moeilijk bespreekbaar. Het kabinet heeft hier wel over gesproken, maar nog geen veranderingen aangedurfd. Toch zijn er inmiddels al zo'n tweehonderdduizend 'gepensioneerden' die tijdelijk werk verrichten en zijn er een redelijk aantal ondernemingspensioenfondsen die pensionering na het 65^{ste} jaar toelaten.

De vraag is waarom we in Nederland niet tot een natuurlijker moment van pensionering willen overgaan, waarbij iedere werknemer rekening kan houden met zijn of haar individuele situatie. In economische zin wordt dat moment bepaald door de kosten en baten van langer werken tegenover de opbrengsten uit de besparingen tegen elkaar af te wegen. Overigens is in de Verenigde Staten de vaste pensioenleeftijd ongrondwettelijk verklaard. Discussie over een latere en flexibele pensioenleeftijd is ook hier zeer welkom.

Een generatierekening heeft het bijkomende voordeel dat er over de eigendomsrechten van het opgebouwde pensioenvermogen duidelijkheid bestaat

Optimaal beleggingsbeleid

Volgens de beleggingstheorie van Merton en Samuelson is het optimaal voor een individu om aan het begin van de carrière veel vermogen risicodragend te beleggen. Als het risico op het menselijk kapitaal (dat wil zeggen: de toekomstige loonbetaling) geheel ongecorrigeerd is met dat op aandelen, moet een individu aan het begin van het leven zelfs een fors bedrag lenen en daarmee aandelen kopen (zie Teulings & De Vries, 2005). Op weg naar de pensionering vermindert het nog beschikbare menselijk kapitaal en is het optimaal geleidelijk te verschuiven van een portefeuille met vooral aandelen naar één met meer obligaties.

Dit recept impliceert ten eerste dat als in een recessie de waarde van de aandelen onderuit gaat, pensioenfondsen aandelen moeten bijkopen om de optimale beleggingsmix in stand te houden. Dergelijk gedrag heeft tevens een stabiliserende werking op de aandelenmarkt en de economie. Gelukkig hebben veel fondsen dat ook gedaan toen de aandelenmarkten na de internethausse inzakten. Het FTK daarentegen legt de prikkels juist in omgekeerde richting. Als de vermogens slinken en de magische grens van 130% – of erger nog: van 105% – overwaarde in zicht komt, dan zal de fondsbeheerder bijna gedwongen worden de aandelenposities af te bouwen. De focus op zekerheid

verkeert daarmee in haar tegendeel. *Stop-loss*-strategieën zijn op termijn niet efficiënt. Het FTK biedt voornamelijk juridische zekerheid, terwijl de moderne beleggingstheorie het raamwerk levert om de risico's optimaal te beheersen.

Een tweede implicatie van deze beleggingstheorie is dat om de geleidelijke verandering van de beleggingsmix te realiseren, deze gelijke tred met het carrièrepad van de deelnemer moet houden. Dit pleit voor de invoering van generatierekeningen, waarbij ieder cohort voor haar eigen pensioenen spaart en de beleggingsmix mee verandert met de leeftijd van het cohort. Een generatierekening heeft het bijkomende voordeel dat er over de eigendomsrechten van het opgebouwde pensioenvermogen duidelijkheid bestaat. Bovendien worden inkomensgevolgen van eventuele beleggingsverliezen dan optimaal in de tijd uitgesmeerd, waardoor een recessie niet nodeloos wordt verscherpt en een belangrijke bron van macro-economische schokken wordt weggenomen.

Premierecessie

De meeste werknemers ervaren nu al drie jaar lang een reële achteruitgang van het loon dat ze mee naar huis nemen vanwege maatregelen zoals gesteld in de eerste regels van de hierboven aangehaalde ABP-brief. Het ontwaken van de pensioentoezichthouder uit haar sluimer van de jaren negentig kwam op het conjunctureel meest ongelegen moment. Niet alleen zijn de pensioenpremies in rap tempo verhoogd om de daling in de vermogens weg te werken en aan de nieuwe scherpere zekerheidseisen te voldoen; ook de premies voor de volksgezondheid stijgen snel. Dit zorgt voor extra vraaguitval voor de Nederlandse economie, die sinds de lichte wereldrecessie nu al drie jaar niet groeit. De terugval in de Nederlandse economie is daarmee groter dan in de ons omringende landen. In 2003 schreven wij een artikel in *ESB* waarin we de komende stagnatie in de economie voorspelden op grond van de toen voorgenomen premiesprongen. Helaas is deze jobstijding uitgekomen. Het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid onderkent in haar juninota van 2005 over het nieuwe FTK de mogelijkheid van procyclische effecten, maar lijkt daar geen groot gewicht aan toe te kennen.

Wij geven enkele berekeningen die de omvang van de procycliciteit van de premiestijgingen illustreren. De gemiddelde buffers bedragen op dit moment zo'n vijftien procent overwaarde. Gegeven de afgesproken zekerheidsdoelstelling in het FTK moet dit in vijftien jaar tijd worden gebracht naar 30%. Dit kost ongeveer vier miljard euro per jaar. Deze jaarlijkse vier miljard voor de extra zekerheid zal grotendeels ten koste gaan van de consumptie. Gegeven de omvang van het bnp, komt dit neer op een groeiverlies van ongeveer een half procent. Een half procent lagere groeivoet op een optimistisch gemiddelde van drie procent is behoorlijk: de verdubbelingstijd van de economie neemt dan toe van 23 naar 28 jaar. Fondsen die nu minder dan vijf procent overwaarde hebben moeten in principe in één jaar tijd het tekort aanzuiveren. Als dit op grote schaal gebeurt, zijn de groei-effecten nog sterker. Het kader van Merton en Samuelson geeft een regel voor de optimale spreiding van de noodzakelijke aanpassing in de consumptie in reactie op een schok op de aandelenmarkt. Het FTK verplicht pensioenfondsen tot een snellere aanpassing van hun vermogen dan volgens de regels van Merton en Samuelson. Daarmee heeft het FTK dus een procyclisch effect.

Van micro naar macro

Een tweede probleem van het FTK is dat het pensioenfondsen in feite dwingt om posities in aandelen te liquideren als het vermogen onder een kritische grens komt. Als alle pensioenfondsen tegelijk hun aandelenportefeuilles trachten om te zetten in obligaties, dan ontstaan er ongewenste neveneffecten op macroniveau doordat de aandelenmarkt verder inzakt omdat niemand bereid is het ondernemingsrisico te dragen dat iedere economische activiteit nu eenmaal met zich meebrengt. De risicopremie loopt dan op, met alle negatieve gevolgen voor de economie van dien. De crash van 1987 is een mooi voorbeeld van hoe microprudentieel gedrag tot macro-ongeluk kan leiden. Veel institutionele beleggers maakten toen gebruik van de portefeuillevverzekeringsstechniek, die op kunstmatige wijze een putoptie repliceert. Daarbij moeten in een dalende markt aandelen verkocht worden voor obligaties. Zodoende viel de bodem uit de markt, toen een voorafgaande daling aan alle grote institutionele beleggers het signaal gaf om te verkopen, maar zij daardoor geen kopers troffen. Wat individueel rationeel is, behoeft macro-economisch gezien nog niet goed uit te pakken. De optimale aanpassing volgens de beleggingstheorie van Merton en Samuelson is om bij vermogensverlies wel de premies te verhogen, maar deze te spreiden in de tijd, zodat de aanpassing geleidelijk verloopt.

FTK is automatische destabilisator

Voorzover de naoorlogse westerse economieën minder grote fluctuaties kennen dan voorheen, is dit waarschijnlijk te danken aan de automatische stabilisatoren zoals de werkloosheidsuitkeringen. In tijden dat het economisch tegenzit en er ontslagen vallen, wordt de vraaguitval door deze uitkeringen gedempt. Dit gebeurt automatisch, omdat iedereen recht heeft op de getroffen regelingen. Dergelijk automatismen zijn van groot belang daar de timing van incidenteel anticyclisch begrotingsbeleid problematisch is: het komt ofwel te vroeg, ofwel te laat. Om die reden is bijvoorbeeld het monetaire beleid op afstand van de politiek geplaatst.

Helaas zijn pensioenpremies conform het FTK vooral een destabilisator. Zoals hierboven is besproken, eist het FTK tijdens een recessie juist meer zekerheden en dit leidt tot hogere premies, extra bijdragen van de sponsor en eventueel een kor-

worden voorkomen. De toezichhouder is gehouden om het vigerende FTK uit te voeren. Dat neemt niet weg dat op alle betrokken partijen de taak rust om het FTK kritisch te blijven bezien. Daar heeft de toezichhouder tot nu toe geen blijk van gegeven.² In het Verenigd Koninkrijk is er meer ruimte voor een geleidelijke aanpassing.

We zien nu dat het kabinet met andere fiscale instrumenten de koopkracht tracht te behouden die voor het derde achtereenvolgende jaar door premiesprongen wordt bedreigd. Omdat de gekozen instrumenten weer tot ongewenste tweede orde-effecten leiden, zou het directer en daarmee beter zijn als er een nieuw toetsingskader zou komen dat beter aansluit bij de moderne beleggingstheorie en daardoor de recessie nietodeloos verscherpt. Er is de afgelopen jaren al veel aan het FTK gesleuteld, maar een economisch consistent **Financieel Toetsings-Kader (FTK)** moet nog worden ontwikkeld. ■

Coen Teulings en Casper de Vries

Literatuur

- Merton, R.C. (1969) Lifetime portfolio selection under uncertainty, the continuous-time model. *Review of Economics and Statistics*, 247-257.
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2005) Reactie op CPB-rapport nr. 67. 22 juni.
- Samuelson, P.A. (1969) Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming. *Review of Economics and Statistics*, 239-246.
- Teulings, C.N. & C.G. de Vries (2003) Pensioenbeleid als automatische destabilisator. *ESB*, 7 maart, 100-102.
- Teulings, C.N. & C.G. de Vries (2005) Generational Accounting, Solidarity and Pension Losses. *De Economist* (te verschijnen, eerder gepubliceerd als Tinbergen Institute Discussion Paper 094/3).

Ongewild voert de toezichhouder procyclisch beleid

ting op de rechten (geen indexatie). Hogere pensioenpremies leiden echter pas op termijn tot hogere pensioenen en dus pas later tot extra consumptieve uitgaven, terwijl de andere twee maatregelen de bestedingen ook direct verminderen. Een optimaal FTK zou pensioenfondsen niet in tijden van recessie verplichten minder risicovol te beleggen, zou meer flexibiliteit zoeken in de aanpassing van toekomstige pensioenaanspraken, zou de compensatie van verliezen beter spreiden over de tijd en zou langer doorwerken stimuleren.

FTK vraagt macrotoetsing

Door het FTK te baseren op de inzichten uit de moderne beleggingstheorie, kunnen dergelijke procyclische effecten

2 De fusie tussen DNB en PVK gaf andere verwachtingen. De reden waarom veel centrale banken ook toezichhouder bij particuliere banken zijn, is dat zij monetair beleid en de eisen aan prudentie van de banken met elkaar kunnen afstemmen (geen kredietverkrapping op het moment dat banken lage solvabiliteit bezitten). In de voorgenomen nieuwe pensioenwet is wel voorzien dat indien een groot aantal fondsen een forse daling van de vermogens kent, een langere herstelperiode kan worden toegestaan.