

Misvattingen in het pensioendebat en de voorstellen van de sociale partners

De recente voorstellen van de sociale partners hebben het pensioendebat weer onder de aandacht gebracht. Om een goede discussie te voeren is het echter zaak een aantal misvattingen over pensioenen weg te nemen.

SWEDER VAN WIJNBERGEN

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

Minister Koolmees is optimistisch over de kansen op een pensioenakkoord. Waarschijnlijk weet hij meer dan wij. De in *De Telegraaf* (2018) uitgelekte voorstellen van werkgevers en werknemers zijn een gemiste kans om de discussie uit het slop te halen. Ondertussen is het debat weer losgebarsten, met een bijdrage van Coen Teulings en een bijdrage van Jean Frijns en Jelle Mensonides in een recent themanummer in *ESB* over pensioenrisico's en aan een hoorzitting van de Tweede Kamer over het Financieel Toetsingskader. Helaas zijn daarbij aloude misvattingen over pensioenen weer opgedoken.

RISKANTE BELEGGINGEN

De eerste misvatting speelt bij de discussie over de rekenrente. Deze komt voort uit een klassiek artikel waarin Paul Samuelson (1969) laat zien dat, bij de afweging tussen veilig versus riskant beleggen, een lange beleggingshorizon niet leidt tot andere keuzes dan een korte. Daaruit concludeert Teulings dat intergenerationele risicodeling een hoger pensioen kan opleveren, maar hij geeft daarvoor een verkeerde argumentatie. Hij stelt dat een langere horizon aandelen aantrekkelijker maakt omdat mee- en tegenvallers zich over een langere periode beter uitmiddelen, "maar tegelijkertijd nemen de kosten van risico kwadratisch toe met de omvang van het risico", en dan valt dat voordeel weer weg. De lezer zal zijn wenkbrauwen gefronst hebben, want als de risico's beter uitmiddelen over de tijd neemt het risico af, niet toe.

Samuelson laat juist zien dat koersen niet beter uitmiddelen over een langere horizon – in een goed functionerende markt wordt nieuwe informatie immers meteen in de prijs verwerkt. De *veranderingen* in koersen middelen beter uit over de tijd, niet de koers zelf: die volgt, wat in vaktermen heet, een *random walk*, en zo'n stochastisch

proces heeft een in de tijd lineair oplopende volatiliteit. Beleggen in aandelen betekent risico nemen, en daarvoor wordt de belegger gecompenseerd door een hoger verwacht rendement (de aandelenpremie). Een langere horizon betekent een met de tijd oplopend verwacht *cumulatief* rendement; maar juist omdat koersen *niet* beter uitmiddelen over de tijd, loopt de volatiliteit ook op in de beleggingshorizon. Het zijn die twee effecten die tegen elkaar wegvallen.

De misvatting over het waarom van Samuelsons resultaat leidt tot onverstandig advies. Teulings stelde in de Tweede Kamer dat vol in aandelen gaan de enige oplossing is om problemen met onderdekking die door de lage rente ontstaan zijn tegen te gaan. Dat is redelijk als koersen inderdaad uitmiddelen over de tijd, maar dat doen ze dus niet. Dus komt vol in aandelen gaan, vanwege dat oplopende risico, neer op *gambling for resurrection*, zoals bedrijven met te weinig eigen vermogen doen: die zoeken extreme risico's op. Als het goed gaat, zijn ze uit de brand, en gaat het mis, dan komen de klappen bij de crediteuren terecht omdat het eigen vermogen niet tot beneden nul kan dalen. Dat past niet bij een instelling die de verplichting heeft het oudedaginkomen van haar deelnemers veilig te stellen.

RISICODELING

Teulings beroept zich ook op het artikel van Samuelson voor een tweede stelling. Een werknemer heeft twee vermogenscomponenten: menselijk kapitaal (verwacht toekomstig looninkomen) en financieel vermogen, opgebouwd via zijn pensioenfonds. Aan het begin van zijn loopbaan zit het hele vermogen van de werknemer in menselijk kapitaal en op zijn pensioendatum is dat juist omgekeerd. Teulings concludeert daaruit dat jongeren te weinig in aandelen zitten omdat ze aanvankelijk überhaupt geen financieel vermogen hebben, en wil dat pensioenfondsen dit voor jongeren oplossen door alvast risico te nemen voor toekomstige deelnemers.

Teulings maakt hierbij een onvermelde extra aanname die empirisch niet gesteund wordt. De impliciete aanname is dat menselijk kapitaal de rol speelt van het veilige beleggingsinstrument uit Samuelsons artikel. Dit gaat echter lijnrecht in tegen de empirische regulariteit dat over de lange termijn het aandeel van de factoren arbeid en kapitaal in het natio-

Dit artikel is een reactie op ESB 4762 van 7 juni 2018 over pensioenrisico's

naal product niet veel fluctueert. Dat betekent dat menselijk kapitaal en aandelen beide een claim zijn op toekomstig nationaal product, en dus positief gecorreleerd zijn over de lange termijn. Ilja Boelaars en Lans Bovenberg geven in het themanummer terecht aan dat deze positieve correlatie tussen het rendement op menselijk kapitaal en aandelen tot de tegengestelde conclusie leidt, namelijk dat jongeren te veel, en helemaal niet te weinig, aan riskante claims in hun portefeuille hebben!

Teulings wil ook dat risico's gedeeld worden tussen generaties door het opbouwen van buffers om tegenslagen op te vangen en wil, in tegenstelling tot toezichthouder De Nederlandsche Bank (DNB), toestaan dat die buffers negatief kunnen worden. Dit betekent dat, als de gamble for resurrection verkeerd uitpakt, de gevolgen doorgeschoven mogen worden naar toekomstige generaties pensioendeelnemers. Teulings legt echter niet uit hoe die toekomstige generaties gedwongen gaan worden om in een fonds te stappen dat, ten gevolge van verkeerd uitgepakte risico's uit het verleden, een negatief eigen vermogen heeft. Want dat is wat een negatieve buffer betekent. Bas Werker laat in het themanummer zien dat nieuwe deelnemers dan beter af zijn om die intergenerationale afspraken niet na te komen. Nieuwe werknemers zouden bijvoorbeeld de zvp-route kunnen kiezen om aan een pensioenfonds met negatief eigen vermogen te ontsnappen. Alleen de overheid kan dit verhinderen, maar die heeft daar niets over te zeggen, omdat ze juist niet over het tweedepijlerpensioen gaat.

REKENRENTE

De problemen met het artikel van Frijns en Mensonides zijn anders: zij willen af van de swapcurve die DNB gebruikt bij het berekenen van de dekkinggraad omdat die een slechte voorspeller is van toekomstige rentes. Dat is correct, maar die curve wordt niet vanwege zijn voorspellende waarde gebruikt.

Een pensioencontract is een complex derivaat waarvoor u in ruil voor uw door het pensioenfonds beheerde beleggingen een serie nominale toezeggingen krijgt. Als dat echt zo zou gaan – een keer storten en dan afwachten of er op het moment suprême geleverd gaat worden – zou het een *forward contract* zijn, maar dan loop je tegenpartijrisico: als de prijs na zo veel jaren afwijkt van de oorspronkelijke prijs, moet je maar afwachten of de tegenpartij kan of wil leveren. Dat willen we natuurlijk niet en daarom lijkt een pensioencontract meer op een *futures contract*. Daarbij wordt dezelfde uitruil gemaakt, maar als er verschil ontstaat tussen de waarde van toezeggingen en het onderpand, moet er elk jaar aangepast worden om de twee weer gelijk te krijgen. Zo wordt tegenpartijrisico uitgeschakeld, maar is er wel een voortdurend liquiditeitsrisico. Pensioenen werken net zo, al zijn er geen door marktpartijen afgesproken *margin calls* (zo heten die correcties) maar wel door toezichthouder DNB afgedwongen aanpassingsregels.

In de markt worden de benodigde aanpassingen om onderpand en toezeggingen gelijk te krijgen berekend met diezelfde swapcurve die DNB gebruikt om de hoogte van pensioenverplichtingen te berekenen. Een swapcurve wordt dus gebruikt, omdat elke afwijking van de swapcurve betekent dat er op de markt, buiten de pensioenfondsen om,

een betere deal te krijgen is voor de benadeelde partij. Dat zijn bij een hogere rente dan de swapcurve de jongeren en bij een lagere rente de ouderen. Het gebruik van een hogere rente om ruimte te scheppen voor indexatie, zoals FNV en VNO-NCW willen in hun uitgelekte voorstel, betekent dat degenen die het eerste indexatie krijgen, dat ontvangen ten koste van degenen die later komen. Zo schuiven ouderen risico's door naar jongeren zonder diezelfde jongeren daar marktconform voor te betalen. Bij marktprijsvorming wordt wel marktconform betaald, en daar hoort de swapcurve bij om de dagwaarde van nominale toezeggingen in de toekomst te berekenen.

Die swapcurve wordt dus niet gebruikt omdat daaruit de beste voorspellingen van toekomstige kortetermijnrentes zouden volgen. En DNB maakt evenmin gebruik van de swapcurve om een conservatief beleggingsbeleid af te dwingen; daar heeft die rentekeuze helemaal niets mee te maken, al wordt dat regelmatig wel beweerd. Futures contracten kunnen immers probleemloos op risicovolle aandelen afgesloten worden, juist omdat er tussentijds gecorrigeerd wordt.

HOGERE AOW-LEEFTIJD

FNV en VNO-NCW doen ook voorstellen over de AOW-leeftijd, die kritiek kregen omdat er geen dekking geboden wordt voor het voorstel om de leeftijdsverhogingen van de AOW terug te draaien. Maar sommige punten verdienen wel discussie. FNV en VNO-NCW hebben immers gelijk dat de een-op-een-aanpassing van de pensioenleeftijd aan een hogere verwachte levensduur vanaf de pensioendatum overkill is. Als de pensioenpot genoeg is voor de oude levensverwachting, is die ook juist genoeg voor de een jaar opgeschoven verwachting als de pensioenleeftijd een jaar opschuift. Maar de politiek vergat dat er dan ook een extra jaar aan bijdragen (en in de tweede pijler vermogensrendement) bijkomt. Het een-op-een aanpassen bouwt dus structureel overfinanciering in. Een aanpassing van circa negen maanden, voor elk jaar hogere verwachte levensduur vanaf de pensioenleeftijd, is actuariel voldoende.

LITERATUUR

- De Telegraaf (2018) Tekst concept-akkoord pensioenen. *De Telegraaf*, 30 mei.
- Samuelson, P.A. (1969) Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 239–246.

In het kort

- ▶ Vol in aandelen gaan om problemen met onderdekking tegen te gaan is geen oplossing, maar een riskante gok.
- ▶ Het gebruik van een hogere rente dan de swapcurve betekent dat ouderen risico's doorschuiven naar jongeren.