

Wiens misvattingen?

COEN TEULINGS

Hoogleraar aan de Universiteit Utrecht
en de University of Cambridge

Ik ga puntsgewijs in op het commentaar van Van Wijnbergen (2018). Over de conclusie van Paul Samuelsons artikel uit 1969 kan geen misvatting bestaan: “de samenstelling van de optimale [beleggings]portefeuille is onafhankelijk van de beleggingshorizon” (een citaat uit mijn artikel (Teulings, 2018)). In de eerste twee alinea’s onder het kopje ‘Riskante beleggingen’ claimt Van Wijnbergen ten onrechte dat ik iets anders beweer. Zorgvuldig lezen is een kunst.

In de derde alinea claimt Van Wijnbergen dat mijn voorstel neerkomt om *gambling for resurrection*. Mijn artikel bouwt voort op Teulings en De Vries (2006), waar wij de theorie van Samuelson gebruiken voor een analyse van het optimale risicoprofiel van pensioenfondsen. Mijn conclusies zijn dus niet gebaseerd op de huidige lage rentestand of op de zogenaamde *mean reversion* in aandelenkoersen, zoals Van Wijnbergen lijkt te denken (overigens net als Theo Kocken in zijn bijdrage voor de Tweede Kamer; het helpt om Teulings en De Vries (2006) serieus te bestuderen). Opnieuw: zorgvuldig lezen is een kunst.

Onder het kopje ‘Risicodeling’ gaat Van Wijnbergen in op de kern van de discussie. Eerder hebben Boelaars en Bovenberg (2018) dit punt in hun reactie op mijn artikel al naar voren gebracht, op basis van een mooi paper van Boelaars en Mehlkopf (2018). Van Wijnbergen voegt daar niet veel aan toe, maar zijn reactie stelt mij in staat om dieper op de kwestie in te gaan.

Menselijk kapitaal (het toekomstige looninkomen) is op macro-niveau veel minder risicovol dan aandelen: de volatiliteit (= standaarddeviatie; anders dan Van Wijnbergen schrijft, stijgt volatiliteit niet lineair, maar met de wortel van de tijd; dit veroorzaakt veel verwarring in zijn reactie) van het totale arbeidsinkomen is één à twee procent per jaar, de volatiliteit van aandelen is met twintig procent per jaar ruim tien keer zo hoog. Daarom helpt een pensioenfonds zijn deelnemers het meest door het beleggingsrisico in aandelen zo veel mogelijk in de tijd te spreiden, en door zelfs al te beginnen met beleggen voordat een deelnemer tot het pensioenfonds toetreedt (= vooruit beleggen). Op die manier realiseert het pensioenfonds een betere afweging tussen risico en rendement, of anders gezegd: een hoger rendement bij gelijkblijvend risico.

Van Wijnbergen constateert terecht dat het kapitaalinkomen op lange termijn ruwweg een vaste fractie is van het arbeidsinkomen. Omdat de waarde van aandelen gelijk is aan de contante waarde van het verwachte kapitaal-/dividendinkomen, zou je verwachten dat het arbeidsinkomen en de aandelenkoersen weliswaar op korte termijn uiteenlopen, maar op lange termijn weer naar elkaar toe groeien. In econometrische termen: beide zijn geïntegreerd.

In principe zijn er drie mogelijkheden (of een combinatie daarvan). Allereerst: arbeidsinkomen is weliswaar op korte termijn minder volatiel, maar beweegt op lange termijn naar de aandelenkoersen; ten tweede: het is omgekeerd, dus de aandelenkoersen zijn op korte termijn volatiel, maar keren op termijn weer terug naar het arbeidsinkomen (de eerdergenoemde *mean reversion*); en ten derde: arbeidsinkomen

en aandelenkoersen zijn niet geïntegreerd, zoals in Teulings en De Vries (2006).

Alleen in het eerste geval heeft vooruitbeleggen geen zin. In het derde geval heeft het wel zin. In het tweede geval – als aandelenkoersen richting arbeidsinkomen bewegen – is vooruitbeleggen zelfs extra lucratief, omdat tegenvallers later weer worden goedge maakt. De empirische literatuur heeft (nog?) geen eenduidige conclusie bereikt. Er is redelijk steun voor *mean reversion* en het bewijs voor co-integratie is zeer zwak (Benzoni et al., 2007, tabel 1). Dat pleit voor de tweede en derde verklaring.

A priori is het onwaarschijnlijk dat arbeidsinkomen op lange termijn naar de aandelenkoersen beweegt. Stel dat u 49 jaar terug leefde, in 1969, en een voorspelling moest doen van het reële arbeidsinkomen in 2018. Voor co-integratie moet de volatiliteit/onzekeerheid van dat arbeidsinkomen over 49 jaar dan ongeveer gelijk zijn aan die van aandelen, dus $\sqrt{49} \times 20\% = 140$ logpunten, ofwel een factor 4 ($e^{1,40} = 4$). De toekomst is onzeker, maar niet zó onzeker. De kortetermijnvolatiliteit van aandelenkoersen is simpelweg te groot. Het eerste geval is dus hoogstens een deel van het verhaal. Vooralsnog is de *case* pro vooruitbeleggen dus gunstig.

Tot slot merkt Van Wijnbergen op dat wanneer pensioenfondsen ten bate van deelnemers vooruitbeleggen, het voor kan komen dat een generatie begint met een negatief vermogen. Dat kan alleen als deelname verplicht is. Dat is echter geen nieuws. Teulings en De Vries schreven in 2006: “If stock prices have come down, nobody will voluntarily enter the fund. (...) Only government regulation to impose mandatory participation can solve this problem.” Dit is de reden waarom de verplichtstelling cruciaal is voor een goed pensioenstelsel, waarom pensioenfondsen na een tegenvaller inhaalpremies heffen, en waarom schaalvergroting bij pensioenfondsen gewenst is, zoals uitgebreid wordt besproken in mijn artikel en mijn reactie op Boelaars en Bovenberg. Het is inderdaad een politieke keuze in hoeverre men de verplichtstelling via de zzp-route wil ondergraven, overigens net zoals dat geldt voor de verplichte werknemersverzekeringen. Driemaal is scheepsrecht: zorgvuldig lezen is een kunst.

LITERATUUR

- Benzoni, L., P. Collin-Dufresne en R.S. Goldstein (2007) Portfolio choice over the life-cycle when the stock and labor markets are cointegrated. *The Journal of Finance*, 62(5), 2123–2167.
- Boelaars, I. en L. Bovenberg (2018) Voordelen risicodeling onzeker. *ESB*, 103(4762), 262–264.
- Boelaars, I. en R. Mehlkopf (2018) *Optimal risk-sharing in pension funds when stock and labor markets are co-integrated*. DNB Working Paper Series, 595.
- Samuelson, P.A. (1969) Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 239–246.
- Teulings, C. (2018) Geen goed pensioen zonder intergenerationale verzekering. *ESB*, 103(4762), 258–261.
- Teulings, C. en C.G. de Vries (2006) Generational accounting, solidarity and pension losses. *The Economist*, 154(1), 63–83.
- Van Wijnbergen, S. (2018) Misvattingen in het pensioendeбат en de voorstellen van de sociale partners. *ESB*, te verschijnen.