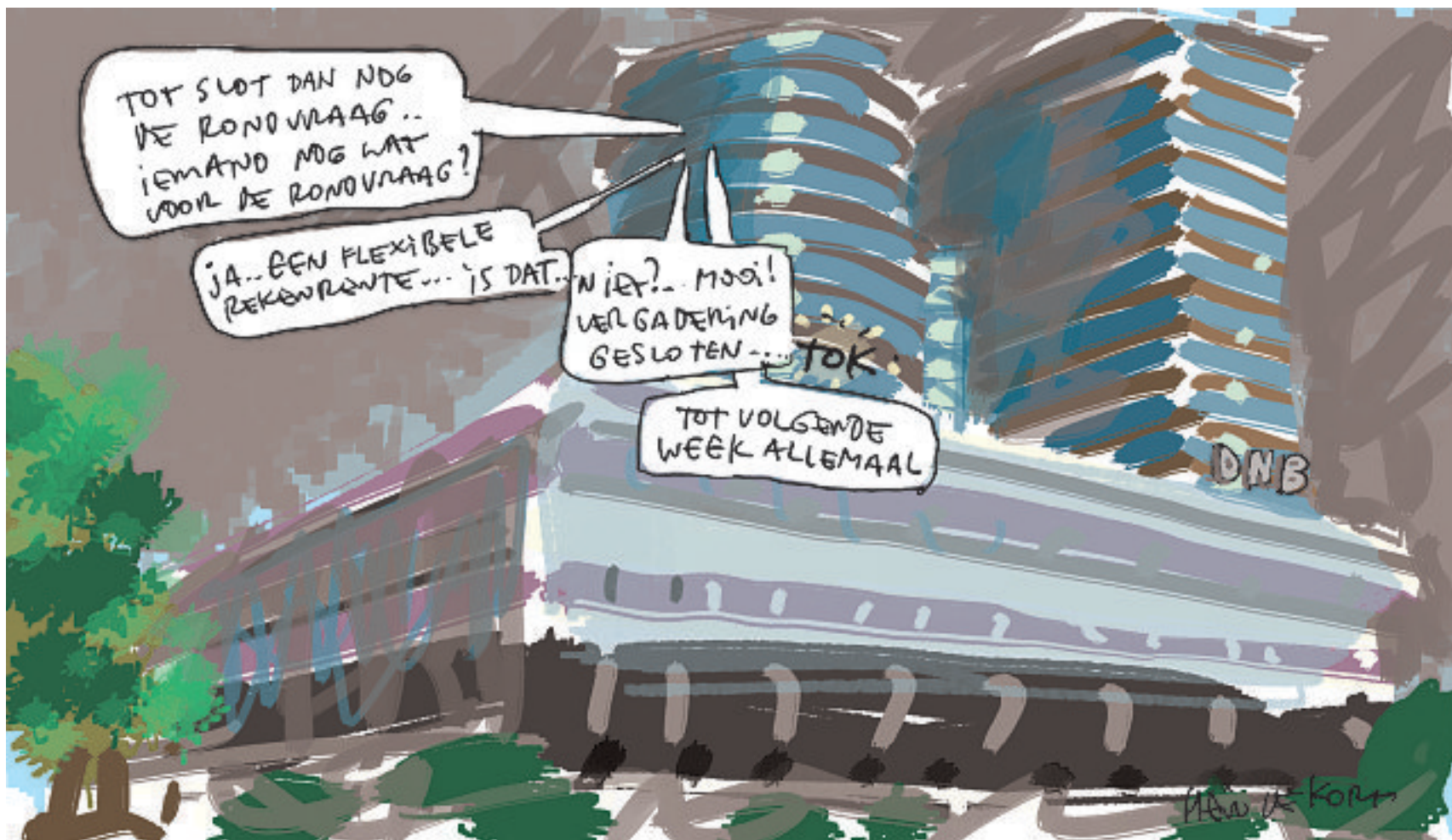


# Wouter Koolmees rest nog maar één alternatief: negeer het advies van De Nederlandsche Bank



ILLUSTRATIE: HEIN DE KORT VOOR HET FINANCIËLE DAGBLAD



Coen Teulings is universiteitshoogleraar economics, institutions and society, Universiteit Utrecht. Reageer via [expert@fd.nl](mailto:expert@fd.nl).



**A**l jaren wordt er onderhandeld over een nieuw pensioenstelsel. Het vermogen van de pensioenfondsen is de afgelopen tien jaar met ruim 50% toegenomen. De pensioenleeftijd is flink verhoogd, waardoor de verplichtingen minder zijn gestegen. Ondanks dat de dekkinggraden bij veel pensioenfondsen een stijgende lijn zien, kunnen veel pensioenen volgens de huidige regels nog steeds niet worden geïndexeerd. Voor een aantal pensioenfondsen dreigen zelfs kortingen. Geen politicus wil met die boodschap naar de kiezer. Opeenvolgende kabinetten schuiven de hete aardappel al jaren voor zich uit.

Het springende punt in de discussie is de rente die bij de berekening van de dekkinggraad moet worden gebruikt: de verhouding tussen het vermogen van pensioenfondsen en de kosten van

toekomstige pensioenen. Hoe hoger de rente, des te meer rendement ze kunnen inboeken en des te gunstiger de dekkinggraad. De gemiddelde looptijd van een pensioenverplichting is al snel 25 jaar. Een procent hogere rente verhoogt de dekkinggraad dus ruwweg met 25%. De vraag is welke rentevoet hierbij moet worden gebruikt: de risicovrije rente óf het verwachte rendement op risicodragende beleggingen zoals in aandelen? Het verschil tussen beide, de risicopremie, is al snel 5%. Betrek je een beetje rendement op risico in de berekening van de dekkinggraad, dan zijn de meeste problemen een heel eind opgelost.

#### BRIEF

Precies hierover heeft De Nederlandsche Bank (DNB) vorige maand een brief geschreven aan Wouter Koolmees, de verantwoordelijke minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. Tot nog toe hanteerde DNB altijd de volgende redenering: het pensioencontract garandeert deelnemers een nominaal pensioen. Wie een risicovrij pensioen biedt, zal ook de risicovrije rente moeten hanteren. In feite zou een dergelijk pensioenfonds dan ook zijn hele vermogen in Nederlandse en Duitse staatsobligaties moeten beleggen en niet in aandelen. Dat is de goedkoopste manier om met 100% zekerheid aan een nominale verplichting te kunnen voldoen. In die redenering van DNB zit evident een kern van redelijkheid; niet meer dan een kern van redelijkheid, want zoals iedere pensioengerechtigde inmiddels weet, zijn pensioenaanspraken allang niet meer risicovrij: kortingen zijn schering en inslag. De letter van het contract staat haaks op de boze geest van de

alledaagse werkelijkheid. De positie van DNB-president Klaas Knot was echter intellectueel consistent.

Met de voorgestelde overgang naar een nieuw pensioenstelsel wordt de letter aangepast aan de geest: pensioenaanspraken worden niet langer gegarandeerd. In een dergelijk stelsel moet niet langer de risicovrije rente worden gebruikt, maar een gemiddelde van de rente en het rendement op aandelen. Dat gemiddelde ligt al snel 1% tot 2% hoger dan de rente. Deze regel volgt uit de economische theorie die Nobelprijswinnaars Robert Merton en Paul Samuelson zo'n vijftig jaar terug ontwikkeld hebben. Met een 1% tot 2% hogere rekenrente ziet het plaatje er plotseling heel anders uit. Dat was ook altijd de visie van DNB.

Wie schetst dus onze verbazing dat DNB in zijn brief aan Wouter Koolmees stelt dat ook in het nieuwe pensioenstelsel de risicovrije rente het ankerpunt zou moeten blijven. DNB hanteert een wirwar aan argumenten die haaks staan op de theorie van Merton en Samuelson. De fixatie van DNB op nominale zekerheid heeft dramatische gevolgen voor het beleggingsbeleid van de fondsen: zij worden gedwongen te veel te beleggen in risicovrije vermogenstitels, met voorspelbare gevolgen voor het verwachte rendement. Dit is het grootste gevaar voor de toekomst van het pensioenstelsel: zonder beleggingsrisico geen goed pensioen.

Je kunt daar ook op een andere manier naar kijken. In een kapitaaldekkingstelsel beleggen werkenden een deel van hun looninkomen ten behoeve van hun pensioen. Met het uitstekende pensioenstelsel zoals we dat in Nederland hebben, vormen pensioenbesparingen het leeuwen-

deel van het aanbod van kapitaal. Bijna alle beleggingen in een markteconomie hebben een onzeker rendement. Of het nu gaat om een elektriciteitscentrale, het opzetten van een nieuwe bezorgservice of de bouw van een winkelcentrum, steeds is de toekomstige opbrengst ongewis. Omdat pensioenfondsen veruit de grootste aanbieder van kapitaal zijn, is het macro-economisch onvermijdelijk dat een groot deel van het risico bij hen terecht komt.

#### RISICO

Het enige alternatief is een belegging in staatschuld. In dat geval neemt de overheid feitelijk het beleggingsrisico over, in ruil voor een risicopremie. Zij kan dat doen omdat ze in geval van nood altijd de belastingen kan verhogen om haar schulden te voldoen. Hoe meer pensioenfondsen het risico willen uitbannen, des te lager is de risicovrije rente en des te hoger is de risicopremie. Wanneer de overheid een lager financieringsstekort heeft en dus minder staatsobligaties uitgeeft, zoals door DNB voortdurend is bepleit, is zij blijkbaar niet bereid dat risico over te nemen. Ook dat drukt de rente en drijft de risicopremie op. De rente is nog nooit zo laag geweest. We geven ECB-president Mario Draghi daarvan graag de schuld, maar het is het onvermijdelijke gevolg van het Nederlandse macro-economische beleid.

Na jaren getouwtrek zijn alle betrokkenen op één na het nu eens over een nieuw pensioenstelsel. Het zou voor Koolmees onverantwoord zijn die kans te laten lopen. Hem rest nu nog maar één alternatief: negeer het advies van DNB. Dat advies is economisch ondoordacht en politieke zelfmoord.

**Wie schetst onze verbazing? DNB stelt dat in het nieuwe stelsel de risicovrije rente moet blijven**