

Een enorme pot met goud ligt op ons te wachten, mits we pensioenhervormingen goed aanpakken



ILLUSTRATIE: HEIN DE KORT VOOR HET FINANCIËLE DAGBLAD



Coen Teulings is universiteitshoogleraar economics, institutions and society, Universiteit Utrecht. Reageer via expert@fd.nl.



Tien tot twintig miljard aan extra welvaart, per jaar. Het parlement neemt nooit beslissingen van deze omvang. Maar de komende maanden kunnen zomaar een uitzondering worden op deze regel, als er een besluit wordt genomen over het pensioenakkoord.

In Den Haag wordt hier nu al meer dan tien jaar over gepraat. Die discussie gaat vooral over de verdeling van de pensioenpot: 'Ouderen doen een greep in de kas!' Of juist: 'Jongeren worden overbedeeld!'

De echte vraag gaat niet zozeer over de verdeling, maar over de inrichting van het pensioenstelsel. Hoe worden de onvermijdelijke beleggingsrisico's over de levensloop van deelnemers gespreid? En wat geeft de beste afweging tussen risico en rendement? Linksom of rechtsom scheelt hier jaarlijks tientallen miljarden. Daarbij vallen de kosten van de energietransitie in het niet.

De kosten van de energietransitie vallen in het niet bij de potentiële pensioenbesparingen

De discussie is ingewikkeld. Hooguit twintig economen in Nederland hebben de vingers in de vingers. En die twintig economen zijn het niet met elkaar eens.

Twee van hen, Lans Bovenberg en ondergetekende, stoorden zich eraan dat deze deskundigen het nergens over eens leken te zijn. In economenblad ESB hebben wij daarom een artikel gepubliceerd om de verschillen van inzicht uit te leggen, ook die tussen de auteurs onderling. Ik zal de twee belangrijkste verschillen hier uit de doeken proberen te doen.

De economen zijn het eens over de berekening van het eerdergenoemde bedrag van €10 mrd tot €20 mrd. Dat wil zeggen: gegeven een aantal vereenvoudigende veronderstellingen, vloeit die berekening rechtstreeks voort uit de algemeen aanvaarde economische theorie. Samen met Casper de Vries heb ik die berekeningswijze vijftien jaar geleden uitgewerkt. De economen zijn het er overigens ook over eens dat die vereenvoudigende veronderstellingen te eenvoudig zijn. De werkelijkheid is complexer.

De verschillen van inzicht komen als het gaat over de gevolgen daarvan voor het pensioenstelsel. Twee veronderstellingen zijn hierbij cruciaal. Ten eerste is de langetermijngroei van het totale Nederlandse arbeidsinkomen niet vrij van risico, anders dan in de berekening. Weliswaar zijn aandelen op korte termijn veel risicovoller dan het arbeidsinkomen, maar hoe zit dat op de lange termijn?

Ten tweede varieert de beweeglijkheid van de aandelenkoersen — de bekende VIX-index — in de loop van de tijd. Nu staat de VIX op minder dan 15%. Maar in november 2008, vlak na

de val van Lehman Brothers, stond de VIX zelfs een maand op 80%! Niemand wist toen wat aandelen de volgende dag waard zouden zijn.

Ilja Boelaars en Roel Mehlkopf — beiden goed ingevoerd — zezen erop dat aandelenkoersen en het totale arbeidsinkomen op lange termijn weer in de pas moeten lopen. Dat kan maar op twee manieren: ofwel het op korte termijn stabiele arbeidsinkomen gaat op termijn alsnog de aandelenkoersen achterna. Ofwel de beurs keert op termijn terug van zijn uitstapjes, van diep in de put tot hoog in de stratosfeer, in de richting van het oersaaië weduwenwezenfonds: het arbeidsinkomen.

Welke van beide verklaringen is juist? Het antwoord op die vraag is cruciaal voor de inrichting van het pensioenstelsel. Als het arbeidsinkomen op de lange termijn de aandelenkoersen achterna gaat, dan moeten de beleggingsrisico's minder bij jongeren worden gelegd. Het toekomstig arbeidsinkomen geeft dan al genoeg onzekerheid. Het langetermijnsrisico van arbeidsinkomen is voor deze verklaring empirisch echter te klein.

Als het de aandelen zijn die op termijn terugkeren van hun dwaalwegen, moeten de beleggingsrisico's juist meer bij jongeren worden gelegd. Tegen de tijd dat zij met pensioen gaan, zal de kapitaalmarkt immers weer bij zinnen zijn gekomen.

Het mooie artikel van Boelaars en Mehlkopf heeft Rutger-Jan Lange en ondergetekende geïnspireerd tot het meest fascinerende onderzoek uit mijn carrière. De schommelingen in de VIX-index blijken namelijk de voornaamste verklaring voor de heftige uitslagen van de beurs. In november 2008 stond de VIX op 80% en verloor de

beurs de helft van zijn waarde. Dat bleken twee kanten van dezelfde medaille. Dit lost een oude puzzel in de economische wetenschap op. Deelnemers moeten de beleggingsrisico's dus nog vroeger in hun levensloop nemen.

Tot zover het eerste verschil van inzicht. Het tweede is door Lans Bovenberg zelf naar voren gebracht. Om vroeg in de levensloop voldoende beleggingsrisico te kunnen nemen moeten deelnemers op jonge leeftijd geld lenen van oudere deelnemers om dat in aandelen te kunnen beleggen.

Dat klinkt contra-intuïtief, maar het leidt tot de beste afweging tussen risico en rendement. Dat kan alleen met een pensioenfonds dat een dergelijk beleid bindend oplegt aan alle deelnemers. Jonge deelnemers moeten krediet nemen om ouderen een veilige belegging te bieden. Oudere deelnemers moeten juist krediet geven om jongeren de kans te geven risico te nemen.

Deze transactie strekt beide partijen dus tot voordeel, maar kan alleen met een verplichting worden gerealiseerd. Mag een semi-publieke instelling als een pensioenfonds die verplichting wel opleggen? Bovenberg vindt dat alleen de overheid dat kan doen.

Zoals ik hier eerder schreef, ben ik een liefhebber van premier Ruttes beeldspraak van Nederland als een teer vaasje. Dat vaasje is zo mooi omdat Nederland het marktmodel hanteert, maar tegelijk het grootste falen van dit model heeft geadresseerd: te weinig mogelijkheden om risico's te delen. Dat is wat het Nederlandse pensioenstelsel doet: beleggingsrisico's delen tussen generaties. Ik kan me slecht voorstellen dat we dit zomaar opgeven. Daarvoor is €10 mrd tot €20 mrd per jaar simpelweg te veel geld.