

Canon deel 18: Pensioenen

ROEL BEETSMA

MN-hoogleraar aan
de Universiteit van
Amsterdam

LANS BOVENBERG

Hoogleraar aan de
Universiteit van
Tilburg

CASPER VAN EWYJK

GAK-hoogleraar aan
de Universiteit van
Tilburg, hoogleraar
aan de Universiteit
van Amsterdam en
directeur van Netspar

Pensioenen zijn in beweging in veel landen. Vergrijzing en de bankencrisis hebben bestaande regelingen onder druk gezet. Opkomende landen worstelen met de vraag hoe ze nieuwe pensioenstelsels kunnen opbouwen. Welke inzichten kan de economische wetenschap hier nu bieden? In deze pensioencanon komen de belangrijkste inzichten aan bod, van micro naar macro naar instituties. Hierbij kunnen we bogen op een lange wetenschappelijke onderzoekstraditie – bijvoorbeeld op het gebied van sparen en beleggen – maar ook op belangrijke nieuwe ontwikkelingen, zoals op het gebied van de gedragseconomie.

1 HET LEVENSCYCLUSMODEL
Economische analyses van de rol van pensioenen vinden in het algemeen plaats binnen het door Modigliani en Brumberg (1954) ontwikkelde 'levenscyclusmodel', waarbij individuen eerst gedurende een aantal perioden werken en vervolgens in de rest van hun leven gepensioneerd zijn. In de standaardversie van dit model (figuur 1) beginnen individuen zonder financieel kapitaal,

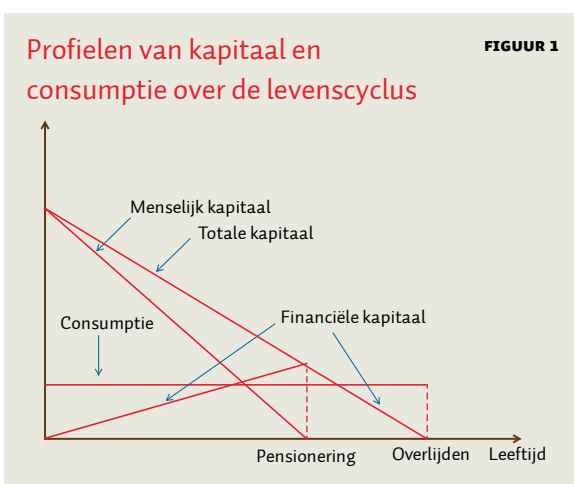
maar met een maximum aan menselijk kapitaal. Het menselijk kapitaal is de verdisconteerde som van de huidige en toekomstige arbeidsinkomsten. Terwijl het menselijk kapitaal langzaam terugloopt tot nul aan het einde van het werkzame leven, wordt het financiële kapitaal opgebouwd. De reden is dat individuen proberen hun consumptie te spreiden over de tijd. Ze sparen derhalve om middelen te hebben voor consumptie na hun pensionering, wanneer de arbeidsinkomsten wegvallen.

In het algemeen proberen individuen hun consumptie dus te spreiden over hun levenscyclus. Het precieze verloop van de consumptie over iemands leven hangt af van de tijdsvoorkeursvoet ten opzichte van de rente. Bij een hogere tijdsvoorkeursvoet krijgt het heden een relatief groter gewicht en zal de huidige consumptie stijgen ten opzichte van de toekomstige consumptie.

Als individuen blootstaan aan onzekerheid zijn er, naast de levensloopbesparingen gericht op het uitsmeren van consumptie over de tijd, ook voorzorgsbesparingen gericht op het uitsmeren van consumptie over verschillende eventualiteiten. Onder standaard-nutsaannamen anticiperen individuen op de onzekerheid, bijvoorbeeld over het toekomstige inkomen, door extra te sparen om zich in te dekken tegen het risico dat er in de toekomst bij bepaalde eventualiteiten te weinig middelen zijn om de consumptie op een acceptabel niveau te houden (Kimball, 1990).

Kimball, M. (1990) Precautionary saving in the small and in the large. *Econometrica*, 58(1), 53–73.

Modigliani, F. en R.H. Brumberg (1954) Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data. In K.K. Kurihara (red.), *Post Keynesian economics*, New Brunswick, NJ: Rutgers University Press, 388–436.



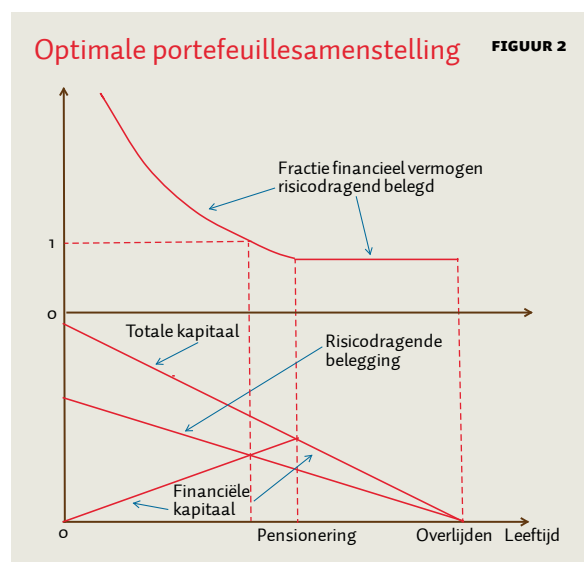
2 BELEGGEN OVER DE LEVENSCYCLUS

Onder een aantal standaardassumptions (zoals constante relatieve risico aversie) is het optimaal om gedurende de hele levenscyclus een constante fractie van het

totale vermogen risicodragend in bijvoorbeeld aandelen te beleggen (Samuelson, 1969). Door een deel van het vermogen risicodragend te beleggen, wordt er geprofiteerd van het verwachte hogere rendement als vergoeding voor het te lopen risico. Het totale vermogen is wederom de som van het menselijke en het financiële kapitaal. Door een deel van het vermogen risicodragend te beleggen, wordt er geprofiteerd van de risicopremie als vergoeding voor het te lopen risico. De implicatie is dat, als menselijk kapitaal risicoloos is, het optimaal is om aan het begin van het werkzame leven, wanneer het opgebouwde financiële kapitaal nog gering is, te lenen en deze lening risicodragend te beleggen. Tijdens het werkzame leven daalt het risicodragende vermogen als deel van het totale financiële vermogen. Dit gebeurt doordat het totale kapitaal daalt en doordat er financieel vermogen wordt opgebouwd (figuur 2). Vanaf pensionering bezit het individu enkel nog financieel vermogen, dat dus optimaal voor een constant deel risicodragend wordt belegd. Pensioenregelingen die een vaste uitkering in het vooruitzicht stellen, zijn dus suboptimaal onder standaardassumptions: individuen kunnen geen afweging tussen verwacht rendement en risico maken, en missen dus het voordeel van de risicopremie tijdens pensionering.

Introductie van endogeen arbeidsaanbod leidt tot het nemen van meer beleggingsrisico. Slechte beleggingsresultaten kunnen immers gecompenseerd worden door extra te gaan werken (Bodie *et al.*, 1992). Aangezien de genoemde flexibiliteit vaak daalt met de leeftijd, kan dit een reden zijn om beleggingsrisico terug te nemen naarmate men ouder wordt. Een andere reden om risico terug te nemen is gewoontevorming. Omdat de aversie tegen veranderingen in het consumptieniveau toeneemt naarmate men ouder wordt, is het optimaal om de onzekerheid over de beschikbare middelen te verkleinen.

Ingeval arbeidsinkomen niet meer risicovrij is en onder de realistische aanname dat de opbrengsten van menselijk kapitaal en aandelen positief gecorreleerd zijn, kan het optimaal zijn om het risicodragende deel van het financiële vermogen tijdens het werkzame leven terug te schroeven, vergeleken met de situatie zonder risicodragend menselijk kapitaal (Benzoni *et al.*, 2007).



Een andere belangrijke uitbreiding van het standaardmodel houdt rekening met de eigen woning als belegging naast de risicovrije belegging en een risicodragende belegging in aandelen. Voor veel mensen is de eigen woning de belangrijkste investering die ze in hun leven doen. Jonge individuen gaan een negatieve positie aan in een risicovrij asset (hun hypotheek) en gebruiken deze feitelijk voor een risicodragende investering in onroerend goed. Door deze mogelijkheid om in onroerend goed te beleggen, zal hun optimale positie in aandelen kleiner zijn dan wanneer deze mogelijkheid er niet is.

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.

Bodie, Z., R.C. Merton en W.F. Samuelson (1992) Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16(3-4), 427–449.

Samuelson, P.A. (1969) Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming. *Review of Economics and Statistics*, 51(3), 239–246.

3 LANGLEVENRISICO EN ANNUÏTEITEN

Wanneer iemand precies weet wanneer hij overlijdt, dan zorgt hij ervoor dat hij exact op het moment van zijn overlijden al zijn middelen heeft geconsumeerd (als we ervan uitgaan dat hij geen erfenis wil achterlaten). Echter, wanneer hij onzeker is over zijn moment van overlijden en hiervoor niet verzekerd is, dan wordt hij gedwongen te sparen voor het geval hij heel oud zou worden. Consumptie zal dan niet meer constant zijn over iemands leven, maar dalen naarmate iemand ouder wordt. Met het stijgen van zijn sterftkans bouwt hij zijn kapitaal langzaam af, zodat de verwachte hoeveelheid onbenutte middelen bij overlijden niet te groot is.

Pensioenregelingen die een vaste uitkering in het vooruitzicht stellen, zijn suboptimaal: individuen kunnen geen afweging tussen verwacht rendement en risico maken, en missen dus het voordeel van de risicopremie tijdens pensionering

De nadelige gevolgen van het – individuele – langlevensrisico kunnen ondervangen worden door een verzekering in de vorm van annuïteiten (Kotlikoff en Spivak, 1981). Bij leven wordt jaarlijks een pensioen (annuïteit) uitgekeerd, ook als men heel oud wordt. Daar staat tegenover dat bij overlijden het overgebleven kapitaal vervalt aan de verzekeringsmaatschappij. Op deze manier worden alle individuele niet-systematische langlevensrisico's gepoold en tot nul gereduceerd. In een competitieve markt worden de

opbrengsten van de vervallen kapitalen door de verzekeraar volledig uitgegeven aan hogere annuïteiten. Pensioenregelingen bieden vaak ook de mogelijkheid voor een nabestaandenpensioen, zodat de annuïteit blijft doorlopen voor de partner wanneer deze langer leeft dan de deelnemer. Uiteraard gaat dit gepaard met een lagere annuïteit, omdat de periode waarover de verzekeringsmaatschappij moet uitkeren naar verwachting langer wordt.

Op jonge leeftijd is het vooral belangrijk om kortlevenrisico af te dekken om nabestaanden te beschermen die economisch afhankelijk zijn, maar naarmate men ouder wordt en de kinderen financieel zelfstandig worden, neemt dit risico af en wil men juist meer langlevensrisico afdekken

Annuïteiten spelen ook een rol bij het verzekeren tegen arbeidsongeschiktheid. In dit geval ontvangt de werknemer een annuïteit voor een langere periode, in de regel tot de officiële pensioneringsleeftijd. Verzekering tegen arbeidsongeschiktheid kan overigens leiden – anders dan verzekering tegen lang leven – tot moreel gevaar, bijvoorbeeld doordat het individu zijn eigen verdiencapaciteit niet meer op peil houdt. Als hierdoor de gemiddelde schade toeneemt dan moet de verzekeraar de premie verhogen. Ten slotte kunnen annuïteiten ook een rol spelen bij verzekering tegen bepaalde hoge medische kosten. Vanaf het moment dat de verzekerde hiermee geconfronteerd wordt, keert de verzekeraar periodiek een vast bedrag uit ter dekking van deze kosten.

Kotlikoff, L. en A. Spivak (1981) The family as an incomplete annuities market. *Journal of Political Economy*, 89(2), 372–391.

4 DE LAGE VRAAG NAAR LANGLEVEN-VERZEKERINGEN VERKLAARD

Een verzekering tegen langlevensrisico is aantrekkelijk omdat je niet door je spaargeld heen wilt zijn als je langer leeft dan verwacht. Deze verzekering is vooral van belang na pensionering (Scott, 2008). In de werkende fase is de verzekering minder nodig omdat als je langer leeft je ook meer inkomen uit arbeid geniet. In feite is er sprake van een soort levenscyclus voor het verzekeren van langlevensrisico. Op jonge leeftijd is het vooral belangrijk om kortlevenrisico af te dekken om nabestaanden (inclusief minderjarige kinderen) te beschermen die economisch afhankelijk zijn, maar naarmate men ouder wordt en de kinderen financieel zelfstandig worden, neemt dit risico af en wil men juist meer langlevensrisico afdekken.

De vrijwillige vraag naar langlevensverzekeringen is echter beperkt – ook op hogere leeftijd. De literatuur heeft daarvoor verschillende redenen geïdentificeerd (Davidoff *et al.*, 2005). Zo zijn langlevensverzekeringen meestal onomkeerbaar. Dit om selectie als gevolg van privé-informatie over de levensverwachting te voorkomen. Als individuen hun langlevensverzekering namelijk zouden kunnen stoppen, is dat een signaal dat men nog maar kort te leven



heeft en zou het verzekeringskarakter verloren gaan. Er is dus sprake van een afruil tussen liquiditeit en flexibiliteit bij het benutten van vermogen enerzijds en het verzekeren van langlevensrisico anderzijds. Andere oorzaken voor de lage vraag naar deze verzekeringen zijn het tegenpartijrisico van verzekeringsmaatschappijen, de begrensde rationaliteit van individuen in het algemeen en kortzichtigheid in het bijzonder. Ook de complexiteit en ondoorzichtigheid van de markt voor annuïteiten speelt een rol. Verder kunnen inkomensafhankelijke regelingen voor ouderen een levenslange inkomensstroom onaantrekkelijk maken. Een andere ontmoedigende factor is dat de mogelijkheden om een langlevensverzekering te combineren met risicovol beleggen vaak beperkt zijn: annuïteitsproducten zijn vaak alleen beschikbaar zonder dat er beleggingsrisico kan worden genomen.

Davidoff, T., J.R. Brown en P.A. Diamond (2005) Annuities and individual welfare. *American Economic Review*, 95(5), 1573–1590.

Scott, J.S. (2008) A longevity annuity: an annuity for everyone? *Financial Analysts Journal*, 64(1), 40–48.

5 OPTIMALE HERVERDELING EN SPAARPRIKKELS

Voor publieke pensioensystemen kennen vaak ook een herverdelingsfunctie: de waarde van de pensioenrechten van burgers met relatief weinig arbeidsinkomen gedurende hun leven overtreft de waarde van de premies die deze burgers hebben ingelegd. Men kan deze herverdelingsfunctie beschouwen als een impliciete verzekering tegen een beperkte verdiencapaciteit. Deze verzekering van menselijk kapitaal resulteert in moreel gevaar: de prikkel om te werken en te investeren in menselijk kapitaal neemt af. Dit leidt tot een afruil tussen een betere verzekering voor degenen die pech hebben en weinig menselijk kapitaal op-

bouwen enerzijds, en de prikkel om menselijk kapitaal op te bouwen en te benutten anderzijds. Deze afruil komt voort uit beperkte informatie over de redenen waarom individuen lage arbeidsinkomens hebben.

Inkomensvoorzieningen specifiek gericht op gepensioneerden met weinig vermogen resulteren in hoge impliciete marginale belastingtarieven op besparingen voor de oude dag (Sefton *et al.*, 2008). Opgebouwd pensioenvermogen wordt immers afgeroomd door de overheid in de vorm van lagere inkomensvoorzieningen voor degenen die zelf gespaard hebben. Maar deze voorzieningen kennen het voordeel dat de negatieve prikkels voor het arbeidsaanbod relatief beperkt zijn (Diamond, 2011), want ouderen bieden immers weinig arbeid aan. Bovendien houden veel werkenden maar in beperkte mate rekening met het negatieve effect van meer arbeidsinkomen en het daaruit opgebouwde pensioenvermogen op toekomstige inkomensvoorzieningen. Om de prikkels tot sparen zo veel mogelijk te beschermen, verstrekken veel overheden fiscale faciliteiten voor pensioenbesparingen. Effectievere manieren om pensioenbesparingen te stimuleren zijn echter een wettelijke spaarplicht of een standaardoptie om een deel van het arbeidsinkomen te bestemmen voor pensioen (Engen *et al.*, 1996).

Diamond, P.A. (2011) Economic theory and tax and pension policies. *Economic Record*, 87(1), 2–22.

Engen, E.M., W.G. Gale en J.K. Scholz (1996) The illusory effects of saving incentives on saving. *The Journal of Economic Perspectives*, 10(4), 113–138.

Sefton, J., J. van de Ven en M. Weale (2008) Means testing retirement benefits: fostering equity or discouraging savings? *Economic Journal*, 118(528), 556–590.

6 VERGRIJZING, GENERATIEREKENINGEN EN PENSIOENLEEF TIJD

De pensioenleeftijd is in 1916 in Duitsland – overigens niet door Bismarck zoals vaak beweerd – vastgesteld op 65 jaar en sindsdien gedurende bijna een eeuw niet veranderd. In diezelfde periode is de levensverwachting sterk gestegen: een 65-jarige had in 1916 naar verwachting nog twaalf jaar voor de boeg en nu zeventien jaar. Tegelijkertijd daalde de effectieve pensioenleeftijd na de Tweede Wereldoorlog in veel landen tot onder de zestig jaar. Deze situatie is financieel onhoudbaar gebleken.

Met de introductie van generatierekeningen hebben Auerbach *et al.* (1994) de gevolgen aangetoond die de vergrijzing voor de overheidsfinanciën heeft, en dus voor de houdbaarheid van pensioenen. Met generatierekeningen wordt bijgehouden hoeveel iedere generatie aan de overheid bijdraagt en ervan ontvangt. Met dit instrument lieten Auerbach *et al.* zien dat de last van de publieke pensioenen – zoals AOW – door de vergrijzing in de toekomst onhoudbaar hoog zal worden. Zonder aanpassing van beleid wordt er een impliciete schuld van de vergrijzing naar toekomstige generaties doorgeschoven.

Een voor de hand liggende en effectieve oplossing voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën is verhoging van de pensioenleeftijd. Sinds de jaren negentig worden



wereldwijd de officiële pensioenleeftijden verhoogd; in Nederland is de AOW-leeftijd inmiddels verhoogd tot 67 jaar en vanaf 2025 is deze gekoppeld aan de levensverwachting. Hiermee is het probleem van de financiering van publieke pensioenen in belangrijke mate opgelost. Onduidelijk is nog in hoeverre de gezonde levensverwachting evenredig meestijgt en dus in hoeverre met name lageropgeleiden de stijgende pensioenleeftijd kunnen bijbenen (Jagger *et al.*, 2008).

Auerbach, A., J. Gokhale en L. Kotlikoff (1994) Generational accounting: a meaningful way to evaluate fiscal policy. *Journal of Economic Perspectives*, 8(1), 73–94.

Jagger, C., M. McKee, K. Christensen *et al.* (2013) Mind the gap – reaching the European target of a 2-year increase in healthy life years in the next decade. *European Journal of Public Health*, 23(5), 829–833.

7 INTERGENERATIONELE RISICODELING

Pensioenen kunnen helpen om risico's te delen tussen generaties, want door tegenvallers en meevallers te verdelen kan men pech- en geluksgeneraties voorkomen. In een onzekere wereld kan daarom invoering van een pensioenstelsel – anders dan in een zekere wereld – een Paretoverbetering opleveren, zodat alle generaties beter af kunnen zijn. Dit is het fundamentele inzicht dat de analyse van Gordon en Varian (1988) oplevert wat betreft van intergenerationele risicodeling.

Normaliter kunnen risico's gespreid worden via financiële markten. Daarbij geldt echter één belangrijke beper-



king: een risicocontract is alleen mogelijk tussen partijen die *nu* op de markt zijn. Het is niet mogelijk om een contract af te sluiten met toekomstige generaties. Niet alleen omdat die generaties nog geboren moeten worden, maar meer principieel omdat toekomstige generaties op het moment dat ze moeten beslissen over de verzekering al weten hoe de risico's uitpakken. Een pensioenstelsel waarin ook toekomstige generaties gebonden zijn aan uitkomsten uit het verleden, kan dit marktfalen verhelpen.

In theorie kan intergenerationale risicodeling aanzienlijke welvaartswinst opleveren, tot zelfs zestien procent van het pensioeninkomen, ofwel een 0,5 procentpunt hoger rendement op pensioenbesparingen (Gollier, 2008). In de praktijk is de winst echter kleiner. Het doorschuiven van mee- en tegenvallers naar de toekomst brengt kosten met zich mee wanneer het leidt tot fluctuaties in pensioenpremies, met daardoor versturende effecten op de arbeidsmarkt. Daarnaast is het moeilijk om toekomstige generaties te binden aan tegenvallers uit het verleden, zeker bij decentraal georganiseerde aanvullende pensioenen, zoals in Nederland. Daarom worden in de praktijk risico's maar beperkt doorgeschoven naar toekomstige generaties. De overheid is beter toegerust om deze risicodeling te organiseren. Dat kan via de pensioenen, maar meer algemeen via alle instrumenten van budgettair beleid, met name de schuld- en belastingpolitiek.

Gollier, C. (2008) Intergenerational risk-sharing and risk-taking of a pension fund. *Journal of Public Economics*, 92(5-6), 1463-1485.

Gordon, R. en H. Varian (1985) Intergenerational risk sharing. *Journal of Public Economics*, 37(2), 185-202.

8 KAPITAALDEKING OF OMSLAG

Kapitaaldekking van pensioenen lijkt aantrekkelijk omdat het tot lagere premies leidt in de toekomst. Dankzij het rendement op het opgebouwde vermogens kan er volstaan worden met lagere lasten. Volgens de befaamde Aaron-conditie (Aaron, 1966) leveren kapitaalgedekte pensioenen een hoger rendement op dan pensioenen op omslagbasis (*pay as you go*) wanneer het rendement r hoger

is dan de groeivoet van het arbeidsinkomen g . Immers, iemand die 1 euro inlegt in zijn eigen pensioen ontvangt een rendement gelijk aan r ; iemand die 1 euro betaalt aan het pensioen van de vorige generatie kan later rekenen op een hoger pensioen dat stijgt met het algemene groeitempo g .

Deze vergelijking geldt op de heel lange termijn bij een evenwichtig groeipad. Hieruit mag men echter niet concluderen dat kapitaaldekking goedkoper is (afgezien van andere factoren die kapitaaldekking aantrekkelijk kunnen maken). Om kapitaaldekking op te bouwen moet er immers jarenlang gespaard worden. Uiteindelijk zullen toekomstige generaties met kapitaaldekking beter af zijn, maar wel ten koste van de huidige generaties die jarenlang extra hebben moeten sparen.

Dit inzicht heeft een belangrijke rol gespeeld in de veranderde voorkeur van de Wereldbank voor het 'ideale' pensioenstelsel. In de jaren negentig van de vorige eeuw gold het Nederlandse driepijler-model (AOW – aanvullende pensioenen – vrije besparingen) met een aanzienlijke kapitaalgedekte tweede pijler als rolmodel. Sindsdien is de Wereldbank opgeschoven in de richting van het *Non-financial defined contribution*-stelsel (NDC-stelsel), dat kenmerken van kapitaalgedekte pensioenen verenigt met een financiering op omslagbasis (Holzmann en Hinz, 2005). In NDC-stelsels worden pensioenen – net als bij kapitaaldekking – gekoppeld aan de in het verleden betaalde premies, maar dan via een rekenschema dat het pensioen per persoon relateert aan de ingelegde premies, vermenigvuldigd met fictieve rendementen afgeleid van indicatoren voor de economische ontwikkeling, zoals de groei en financiële rendementen. Deze pensioenen worden vervolgens betaald uit de lopende begroting (omslagstelsel) en niet uit werkelijk geïnvesteerde vermogens. Als prototype geldt het stelsel dat in de jaren negentig in Zweden is ingevoerd. Verschillende Oost-Europese landen hebben het Zweedse voorbeeld gevolgd. Het voordeel is dat men niet decennialang hoeft te wachten voordat voldoende kapitaal is opgebouwd om volwaardige pensioenen te kunnen uitkeren, maar dat ook oudere generaties in een NDC-stelsel kunnen meedelen in de stijgende welvaart.

Aaron, H.J. (1966) The social insurance paradox. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 32(3), 371-374.

Holzmann, R. en R. Hinz (2005) *Old age income support in the 21st century*. Washington, DC: De Wereldbank.

9 HYPERBOLISCH VERDISCONTEREN EN ZACHT PATERNALISME

Anders dan in het standaardmodel van het rationele individu zijn consumenten in werkelijkheid niet altijd in staat om de 'goede' keuzen te maken. Dat geldt in het bijzonder bij pensioenen: hoeveel en in welke vorm je moet sparen voor de oude dag is een complexe beslissing met ook nog eens een verre tijdshorizon. Juist hier zijn alle inzichten uit de gedragseconomie over gebrekkige wilskracht, kortzichtigheid en tijdsinconsistente preferenties van toepassing. Dit is een reden om pensioenopbouw verplicht te stellen.

Een bekende verklaring voor het feit dat consumenten

te weinig sparen voor hun pensioen is die van het hyperbolisch verdisconteren (Laibson, 1997). Volgens deze aanpassing van het standaardmodel van exponentieel verdisconteren, hebben consumenten op korte termijn een hogere tijdsvoorkeur dan voor perioden verder in de toekomst. Dat wil zeggen dat als men moet kiezen tussen consumptie vandaag of over een jaar, men vooral voor vandaag kiest, terwijl als men moet kiezen tussen consumptie over een jaar of over twee jaar er meer gewicht wordt gegeven aan de consumptie in het tweede jaar. Men beseft daardoor wel dat je voor pensioen moet sparen, maar liever nog niet vandaag. Dit leidt tot tijdsinconsistent gedrag, waarbij de spaarbeslissing steeds verder in de toekomst wordt opgeschoven.

Vanwege dit kortzichtige gedrag kunnen consumenten beter af zijn wanneer zij worden verplicht om voor pensioen te sparen. Dat kan echter weer tot een nieuw probleem leiden: in verplichte regelingen kan er moeilijk rekening worden gehouden met de verschillen in voorkeuren en achtergronden van de deelnemers. Gelukkig is er een tussenweg. Thaler en Sunstein (2008) hebben de basis gelegd van de literatuur over keuze-architectuur: door keuzen op een gerichte manier aan te bieden – bijvoorbeeld via defaults (standaardopties) of *opt-out*-clausules – kan een middenweg worden gevonden tussen verplichting en keuze; deze benadering wordt ook wel die van ‘het zachte paternalisme’ genoemd. Steeds meer worden deze technieken ingezet om pensioenkeuzen van consumenten in goede banen te leiden: de regie blijft bij de consument, maar de schade van verkeerde beslissingen kan worden beperkt.

Laibson, D. (1997) Golden eggs and hyperbolic discounting. *Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 443–477.

Thaler, R. en C. Sunstein (2008) *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*. New Haven, CT: Yale University Press.

kennen daardoor aanzienlijke risico's. Veel mensen hebben niet of nauwelijks belangstelling voor hun pensioen, hoewel het een grote waarde vertegenwoordigt en vaak een van de belangrijkste vermogenscomponenten op de balans van huishoudens is (Barr en Diamond, 2006).

Dit roept de vraag op wat de optimale keuzearchitectuur is bij het pensioenproduct – want wie neemt welke beslissingen? Hierbij is er sprake van een afruil tussen het voorkomen van enerzijds ondoordachte keuzen door financieel analfabete individuen met een beperkte wilskracht, en anderzijds het beschikken van voldoende informatie over het betrokken individu ten behoeve van maatwerk. En hoe zorgen we ervoor dat belangenconflicten worden voorkomen en dat agenten (pensioenuitvoerders) handelen in het belang van principalen (de pensioenconsumenten)? De combinatie van op eigen voordeel beluste financiële dienstverleners en naïeve consumenten die niet of nauwelijks geïnteresseerd zijn in het product, creëert een aanzienlijke governance-problematiek.

Pensioenmarkten zijn daarom vaak publiek georganiseerd of kennen meestal, ook als het om private pensioenen gaat, veel overheidsregulering (Lever *et al.*, 2015). In de meeste continentaal-Europese landen (maar niet in Nederland) is de overheid dominant in het pensioendomein via verplichte publieke (omslag)regelingen. In de Angelsaksische landen daarentegen is er vaak een belangrijke rol voor private pensioenregelingen. De praktijk laat zien dat grootschalige private pensioenbesparingen alleen van de grond komen door een wettelijke pensioenplicht (Chili, Australië) of door het opnemen van de verplichting om te sparen voor pensioen in arbeidscontracten (Denemarken, Zwitserland, Nederland). Bij pensioen als arbeidsvoorwaarde helpen afspraken tussen sociale partners op sectoraal niveau (Nederland) of nationaal niveau (Denemarken) om concurrentie op pensioenkosten te voorkomen.

Barr, N. en P. Diamond (2006) The economics of pensions. *Oxford Review of Economic Policy*, 22(1), 15–39.

Lever, M., E. Ponds, R. Cox en M. García Huitrón (2015). Internationale vergelijking van kapitaalgedekte pensioenstelsels. *Netspar Brief*, 3.

10 **GOVERNANCE VAN PENSOENEN**
 Voor veel mensen is pensioen een ingewikkeld product dat moeilijk te begrijpen is. Pensioenen hebben betrekking op een langetermijnhorizon en

ESB canon van de economie

Onderwijseconomie ◇ Monetaire economie ◇ Internationale en ontwikkelingseconomie

◇ Ondernemerschap ◇ Woningmarkt ◇ Innovatie ◇ Arbeidsmarkt ◇ Openbare financiën ◇ Economische Geschiedenis

◇ Energie ◇ Gezondheidseconomie ◇ Milieueconomie ◇ Marketing ◇ Sociale zekerheid

◇ Internationale monetaire economie ◇ Personeel & Organisatie ◇ Gedragseconomie ◇ **Pensioenen** ◇ Technologie & Arbeidsmarkt

◇ Financiële markten ◇ Marktordening ◇ Econometrie ◇ Ruimtelijk ◇ Groei & Conjunctuur

VOIGENDE KEER IN DE ESB CANON VAN DE ECONOMIE: **TECHNOLOGIE & ARBEIDSMARKT**