



Cashen is crashen

Auteur(s):

Linden, J.C.J.ter.

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4397, pagina 121, 21 maart 2003

Rubriek:

Van de redactie

Trefwoord(en):

Bij de start van de serie Pensioenen op het spel op 24 januari jl. stond de aex-index iets onder de 300 punten. Sindsdien is de index nog verder gezakt, en ook de beurzen in de andere financiële hoofdsteden laten al maandenlang rode cijfers zien. Stonden de pensioenen begin dit jaar al op het spel - in 2002 werden de pensioenvermogens al 61 miljard euro minder waard op papier - dan is dit niet bepaald verbeterd¹. Doordat bij veel pensioenfondsen de dekkingsgraad tot onder de honderd is gezakt, is de discussie losgebarsten wie de rekening van deze onderdekking moet betalen. In de serie Pensioenen op het spel is een breed scala aan zienswijzen aan bod gekomen, waaruit duidelijk is geworden dat de afspraken omtrent de risicoverdeling aan herziening toe zijn². Een heldere risicoverdeling en een a priori antwoord op de vraag wie tekorten moet aanvullen, voorkomt tijdrovende discussie in het geval het in de toekomst weer misgaat. Dat mag echter niet de aandacht afleiden van de vraag hoe het in dit geval mis kon gaan. De oorzaak van de problematiek ligt niet bij de ingezakte beurskoersen, maar uiteraard bij degenen die zich hiervan in hoge mate afhankelijk hebben gemaakt en de lage koersen beleidsmatig niet hadden verwacht: de pensioenfondsbesturen. Zij hebben het beleid gevoerd waarmee de kiem van de ontstane problemen is gelegd. Dit beleid was in hoge mate gericht op het beleggen in aandelen, wat onder normale beursomstandigheden verstandig kan zijn. Van deze normale omstandigheden was echter geen sprake meer in de tweede helft van de jaren negentig³. Beurskoersen waren een reflectie van een anticipatie op de 'nieuwe' economie die nooit kwam, de toegenomen populariteit van beleggen (ook bij de pensioenfondsen zelf) en de gunstige economische ontwikkeling. Alleen het laatste is goed voor het vermogen van bedrijven om winsten te genereren. Dat de hooggelopen verwachtingen over het winstgenererende vermogen van bedrijven overspannen waren, is nu nagenoeg bekend. De beurs is in de jaren negentig getransformeerd van een plek waar men een aandeel in de (toekomstige) welvaart kon kopen naar de plaats waar deze welvaart herverdeeld wordt. Aan deze herverdeling hebben pensioenfondsen driftig meegedaan. Ten eerste door aandelen te kopen tegen prijzen die niet door de onderliggende waarden, zoals (reële verwachtingen over) dividendrendement of koers-winstverhouding, te rechtvaardigen waren. Maar vooral ook door vermeende overschotten aan bedrijven te restitueren en deelnemers geen kostendekkende premies te laten betalen, gefinancierd met papieren winsten. De veel gehoorde uitspraak dat deze papieren winsten nu 'in rook zijn opgegaan', moet in overdrachtelijke zin vooral geïnterpreteerd worden als dat de boekhouding in brand is gevlogen en niet dat de geldkluis is uitgebrand. Kennelijk hebben pensioenfondsbesturen de koerswinsten ingeboekt als verdiensten. Deze koerswinsten kunnen echter niet geïncasseerd worden zonder het welvaartsverlies van een ander⁴. Ook al zouden de beurskoersen nog steeds op hun historische hoogtepunt staan, dan was er in macro-economische zin nog steeds een probleem van formaat: wie had alle euro's winst die de pensioenfondsen konden verzilveren op tafel moeten leggen? De onmogelijkheid hiervan is niet alleen ex post bewezen, deze was ook a priori te voorzien. En ook simpele vraag- en aanbodfactoren spelen een rol bij het verzilveren van de boekwinsten. Omdat pensioenfondsen een grote - koersbepalende - partij zijn op de beurs, kan men niet (collectief) cashen zonder te crashen⁵. De gevolgen van de vraaguitval die inmiddels is ontstaan lijkt hiervoor een goede vingervijzing. Gezien hun maatschappelijke rol en hun omvang op de financiële markten moeten pensioenfondsbestuurders zich bij iedere belegging afvragen wie de rendementen die ze hierop hopen te behalen, gaat opbrengen. Als dit voornamelijk van bedrijfswinsten of rentebetalingen komt, is er geen probleem. Maar ieder procentpunt extra rendement in de vorm van op hooggespannen verwachtingen gebaseerde koerswinsten is geen gratis lunch. Dit is macro-economisch gezien slechts een herverdeling van inkomsten. De politiek moet zich afvragen of de (toekomstige) financiering van de pensioenen op deze basis maatschappelijk gewenst is, en zich daarbij óók afvragen in hoeverre pensioenfondsbesturen niet allang een brevet van onvermogen hebben gegeven. Staatssecretaris Rutte heeft nog hoop. Op Kamervragen of de bevoegdheden van de pvk afdoende zijn, gaf hij het ronduit schokkende antwoord dat de toezichthouder "zodanig kan aandringen op het versterken van de deskundigheid [van pensioenfondsbestuurders], bijvoorbeeld door het volgen van een beleggingscursus (...)"⁶. Nu maar hopen dat in die beleggingscursussen het verband tussen cashen en crashen aan de orde komt.

1 Waarde beleggingen verzekeraars en pensioenfondsen 6 procent gedaald in 2002, CBS persbericht, 5 maart 2003.

2 De vijf afleveringen van Pensioenen op het spel stonden in de ESB's van 24 januari t/m 21 maart 2003.

3 Zie bijvoorbeeld de bijdrage in dit nummer van A. Oosenbrug, Pensioenen op het spel, maar nog niet geheel verspeeld, ESB, 21 maart 2003, blz. 126-127.

4 Behalve in het geval dat de toekomstverwachtingen ten aanzien van de bedrijfswinsten op het moment van verzilvering reëel waren (en daarmee de hoge beurskoersen, die deze verwachtingen reflecteerden).

5 De column uit 1996 van A.W.A. Boot, Uw pensioen: een zeepbel?, ESB, 31 juli 1996, blz. 639, is in dit verband de moeite van het (her)lezen waard. In deze column wordt - achteraf gezien - een buitengewoon goede voorspelling gedaan voor het scenario dat zich thans

voltrekt.

6 Tweede Kamer, Aangangsel van de Handelingen, vergaderjaar 2002 -2003, 18 december 2002 (cursivering toegevoegd).

Copyright © 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)