

Pensioenen in macro-economisch perspectief

Een aderlating die bloedtransfusie vergt

PROF. DR. J. C. SIEBRAND* — DRS. N. VAN DER WINDT*

De Commissie Pensioenen van de Stichting van de Arbeid heeft onlangs aanbevelingen gedaan voor het invoeren van een algemene pensioenvoorziening voor alle werknemers in de particuliere sector. In deze aanbevelingen is evenwel geen rekening gehouden met de macro-economische effecten van verbeteringen van de pensioenvoorziening. In dit artikel wordt gepoogd deze effecten te traceren. Er vindt een verschuiving plaats van gezinsbesparingen naar besparingen van pensioenfondsen, die de hen toevertrouwde middelen bij voorkeur risicovrij beleggen. De beschikbaarheid van risicodragend vermogen voor het Nederlandse bedrijfsleven dreigt daardoor in de knel te komen. De aanwezigheid daarvan is op lange termijn ook in het belang van de pensioentrekkers. Bij de besluitvorming inzake beleggingen van pensioenfondsen zou daarom naast het directe belang van de verzekerden ook dit macro-economische aspect in beschouwing moeten worden genomen. Er dient naar een institutionele vorm te worden gezocht, waarin dit belang tot zijn recht kan komen

1. Inleiding

Gedurende de afgelopen dertig jaar is in steeds sterkere mate aangedrongen op een pensioenvoorziening voor het gehele werkzame deel van de Nederlandse bevolking. Dit leidde in 1969 tot de instelling van de zogenaamde Pensioencommissie van de Stichting van de Arbeid die de geldende pensioenvoorziening diende te bestuderen en een blauwdruk moest geven voor verbeteringen in de toekomst. Sinds haar installatie is een viertal rapporten verschenen 1). In het laatste rapport worden aanbevelingen gedaan voor de inrichting en uitvoering van de pensioenvoorziening. Een korte beschrijving van de inhoud met commentaar daarop is nog onlangs in *ESB* verschenen en het ligt dan ook niet voor de hand daarop verder in te gaan 2).

In het onderstaande beperken we ons tot mogelijke macro-economische effecten van de pensioenvoorzieningen. Deze effecten zijn noch in de genoemde rapporten, noch in de commentaren daarop ter sprake gekomen. Deze omissie is niet zo verwonderlijk omdat het instrumentarium om de macro-economische effecten te doorzien, laat staan te kwantificeren, vrijwel ontbreekt. Macro-economische modellen waarin bijvoorbeeld elementen van de kapitaalmarkt zijn geïntegreerd, hetgeen noodzakelijk is om de gevolgen van pensioenvoorzieningen te kunnen kwantificeren, zijn voor Nederland zeer gebrekkig of ontbreken volledig. De onderstaande analyse zal daarom slechts een terreinverkenkend karakter dragen.

Centraal daarbij staan de vragen of de macro-economische effecten van pensioenvoorzieningen kwantitatief van enig belang zijn en via welke macro-economische verbanden deze effecten tot uiting komen. Globaal gezien bevat een pensioenregeling twee aspecten die macro-economisch van belang zijn, namelijk een kostenaspect en een beleggingsaspect. Ten aanzien van het kostenaspect stellen we ons de vraag welke economische sectoren uiteindelijk de kosten van zo'n regeling dragen, terwijl bij het beleggingsaspect vragen ter sprake komen als wie beheert de ingekomen gelden en waar en hoe

worden deze belegd. Deze beide aspecten komen in dit artikel uitgebreid ter sprake.

De pensioenvoorzieningen in Nederland zijn zo georganiseerd dat de voor en/of door de betrokken pensioengerechtigden betaalde pensioenpremies, macro-economisch bezien, kunnen worden beschouwd als besparingen. Een belangrijke vraag in deze is of en in hoeverre de pensioengerechtigden hun premiebetalingen eveneens beschouwen als besparingen of dat zij deze zien als een aanslag op hun beschikbaar inkomen. In het laatste geval zou men pogingen kunnen aanwenden om deze verplichtingen op anderen af te wentelen. In paragraaf 2 wordt op deze problematiek teruggekomen.

De invloed van pensioenregelingen op de verdeling tussen besparingen met een gedwongen en die met een ongedwongen karakter komt in paragraaf 3 ter sprake. Macro-economisch gezien dienen besparingen, afgezien van betalingsbalansoverschotten, ter financiering van de investeringen. Om nu een indruk te krijgen van de oorsprong van de financieringsmiddelen, en daarmee van de zeggenschap over deze middelen, wordt in paragraaf 4 de vermogensstructuur van het Nederlandse bedrijfsleven geschetst.

De organisatie van de pensioenvoorziening is, en dat zal getuige het laatste rapport van de Commissie Pensioenen ook zo blijven, in handen van een aantal pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen. Het beleggingsgedrag van deze economische subjecten en de macro-economische gevolgen daarvan komen ter sprake in paragraaf 5. We besluiten in paragraaf 6 met enkele conclusies en aanbevelingen.

* Verbonden aan de vakgroep Macro-Economische Politiek van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

1) Commissie Pensioenen, *Eerste, Tweede, Derde en Vierde interim-rapport inzake het pensioenvraagstuk*, Stichting van de Arbeid, Den Haag, resp. 1971, 1975, 1977 en 1979.

2) P. J. C. van Eekelen en J. B. Kuné, *Haalt de pensioenwet werknemers 1984?*, *ESB*, 7 mei 1980. Voor een verslag van de besluitvormingsontwikkeling ten aanzien van de beheersproblematiek, zie *Vrij Nederland*, 8 maart 1980.

2. Premiebetalingen

Zoals gezegd worden betaalde pensioenpremies in de macro-economie opgevat als besparingen van gezinshuishoudingen. Slechts een gedeelte van de pensioenpremie wordt daadwerkelijk door de sector gezinnen betaald. Meer dan de helft komt rechtstreeks voor rekening van de werkgevers (zie tabel 1), die deze betalingen dan ook als een gedeelte van de loonkosten aanmerken.

Tabel 1. Betaalde pensioenpremies per sector in procenten van de totale premiebetalingen, vijfjaars-gemiddelden a)

Jaren	Bedrijven	Rijk, overige publiek-rechtelijke lichamen en sociale verzekeringen	Gezinnen
1951-1955	39,3	21,6	39,1
1956-1960	41,0	25,0	34,1
1961-1965	38,9	29,7	31,4
1966-1970	37,2	33,9	28,9
1971-1975	38,2	34,2	27,6
1976-1978	38,1	34,1	27,9

a) Voor de jaren 1976-1978 is een driejaars-gemiddelde genomen.
Bron: Nationale Rekeningen.

Als we ons beperken tot de sector bedrijven zien we dat zo'n kleine 40% van de totale pensioenpremies door deze sector wordt betaald. In procenten van de totale loonkosten was dit in het begin van de beschouwde periode ongeveer 3 en aan het eind van de periode bijna 5. Het behoeft dan ook geen betoog dat uitbreiding van de pensioenvoorzieningen, bij gelijkblijvende aandelen, direct aanleiding is tot stijging van de loonkosten, tenzij werknemers bereid zijn kortingen op hun bruto lonen (d.i. de loonsom per werknemer exclusief door werkgevers betaalde premies voor sociale verzekeringen en pensioenen) te accepteren. Als de betreffende werknemers de premiebetalingen als uitgesteld loon zouden beschouwen, zouden de bruto-loonkosten (inclusief de door de werkgevers betaalde premies) evenredig minder moeten stijgen bij een verhoging van de werkgeverspremies. Schattingen van de loonvergelijking wijzen echter niet in die richting 3). Dezelfde schatting geeft ook geen steun voor de veronderstelling dat de gezinshuishoudingen hun eigen bijdrage aan de pensioenpremies — zo'n 30% van het totaal — waarden als eigen besparingen. Zij suggereert veeleer dat de pensioenaftichten worden beschouwd als aanslagen op het beschikbaar inkomen waarvoor in termen van loonsverhoging compensatie moet worden gezocht.

De bedoelde schatting betreft een regressie-analyse m.b.t. de loonvoet en de werknemerspremies en werkgeverspremies, naast meer gebruikelijke variabelen als consumptieprijspijl, arbeidsproductiviteit en werkloosheid. De geschatte partiële elasticiteit van de loonvoet ten opzichte van de werknemerspremies bedraagt 0,6. Deze waarde duidt erop dat werknemers voor een deel erin geslaagd zijn hun gestegen pensioenpremies af te wentelen op werkgevers. De partiële elasticiteit van de loonvoet ten opzichte van de werkgeverspremies ligt zo dicht bij 1 dat het niet aannemelijk is dat de werkgevers hun lastenverhoging op werknemers afwentelen. Deze waarden hebben betrekking op de periode 1959-1978. Er lijkt echter weinig aanleiding voor de veronderstelling dat het gedrag van de sociale partners in de nabije toekomst fundamenteel zal afwijken van dat in het verleden. Daarom moet er terdege rekening mee worden gehouden dat een substantiële verhoging van de pensioenpremies bij een dergelijke eenzijdige afwenteling tot een aanzienlijke stijging van de loonkosten aanleiding kan geven, die op haar beurt weer ernstige gevolgen kan hebben voor werkgelegenheid en werkloosheid. Vanuit macro-economisch gezichtspunt is het noodzakelijk deze kostenoverwegingen in de discussie over de uitbreiding van de pensioenvoorzieningen te betrekken.

3. Nationale besparingen

Pensioenregelingen kunnen in principe op twee wijzen worden gefinancierd. In de eerste plaats is er het zogenaamde omslagstelsel, waarbij de werkenden per periode de uitkeringen aan de pensioengerechtigden financieren. Een voorbeeld van dit systeem is de Algemene Ouderdomswet (AOW). In de tweede plaats kan de financiering van pensioenen plaatsvinden met behulp van het zogenaamde kapitaaldeckingsstelsel in welk geval de pensioengerechtigden pensioenrechten ontlenen aan eigen premiebetalingen in het verleden. De huidige situatie kan worden vergeleken met de tweede mogelijkheid en dit zal in de toekomst in grote lijnen zo blijven.

Een verplichte pensioenregeling gebaseerd op het kapitaaldeckingsstelsel legt een bodem in de besparingen, wat duidelijk geïllustreerd kan worden aan de hand van de besparingen per sector (zie tabel 2).

Tabel 2. Besparingen in procenten van het netto nationaal inkomen tegen marktprijzen, vijfjaars-gemiddelden a)

Jaren	Rijk, overige publiekrechtelijke lichamen en sociale verzekeringen	Bedrijven	Gezinnen via			Totaal gezinnen	Totaal sectoren
			levensverzekeringen	pensioenfondsen	overig		
1956-1960	5,0	5,8	1,6	1,9	5,4	8,9	19,9
1961-1965	4,6	5,0	1,6	2,7	5,7	10,0	19,4
1966-1970	4,4	4,8	1,4	3,9	5,3	10,6	19,9
1971-1975	4,5	3,6	1,7	4,9	4,8	11,4	19,5
1975-1978	1,2	2,8	1,6	5,7	2,8	10,1	14,8

a) Voor de jaren 1975-1978 is een driejaars-gemiddelde genomen.
Bron: Nationale Rekeningen.

- Een dergelijke pensioenregeling kan een bijdrage leveren aan het bereiken van de bekende macro-economische doelstellingen. Zo bestaat de kans dat financieringsmiddelen minder snel een restrictie vormen voor investeringen, overheidsuitgaven enz., hetgeen een stimulans voor de economische groei kan inhouden. Aan de andere kant kan dit echter z'n weerslag hebben op de grootste bestedingscategorie, de consumptie.

Een relatief hoge verplichte spaarquote zal de vrijwillige besparingen verkleinen. Daarmee vervalt voor de sector gezinnen een mogelijkheid de ontwikkeling van hun consumptie te stabiliseren door inkomensfluctuaties op te vangen door het variëren van de besparingen. Zo werd de doorgaande consumptiegroei bij een vrijwel stagnerend inkomen na 1974 gefinancierd met consumptief krediet.

Uit tabel 2 blijkt dat de besparingen via pensioenfondsen zeer sterk toenemen. Ook de besparingen via levensverzekeringsmaatschappijen handhaven zich goed, afgezien van een tijdelijke terugval in de tweede helft van de jaren zestig. In eerste instantie gaat deze toeneming ten koste van de besparingen door bedrijven. Met behulp van de in paragraaf 2 besproken analyse is dit heel goed verklaarbaar. Gezinnen zien kans om de premies voor pensioenen af te wentelen op het bedrijfsleven, hetgeen één van de oorzaken is van de stijging van de arbeidsinkomensquote. Bedrijven wordt zodoende steeds minder inkomen gelaten, waaruit besparingen kunnen worden gedaan 4). Door de afnemende inkomensgroei staan in de laatste jaren ook de besparingen van de overige sectoren onder druk.

3) Voor de geschatte vergelijking, zie appendix.

4) Op deze wijze bezien kan de pensioenverzekering als een vorm van vermogensaanwassing worden beschouwd, waarbij het beheer over de aldus verkregen gelden in handen is gelegd van pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen.

Fondsvorming is structureel gezien wellicht gunstig te noemen, bijvoorbeeld in vergelijking met het zogenaamde omslagstelsel in welk geval afwentelingsprocessen ongetwijfeld ook zullen optreden; volgens de bovengegeven vergelijking worden ook de AOW-premies immers afgewenteld. Maar uit een oogpunt van beheersingsproblematiek heeft dit ook negatieve aspecten. Men concentreert namelijk de financieringsbronnen bij een beperkt aantal economische subjecten die, indien bovengesignaleerde trends zich doorzetten, een potentiële macht bezitten die praktisch ongecontroleerd is. Zij zijn vrijwel uitsluitend onderworpen aan het streven naar rendementsmaximalisatie, gegeven een gering risico. Voordat we hierop nader ingaan (zie paragraaf 5), bespreken we in de volgende paragraaf de vermogensstructuur van het Nederlandse bedrijfsleven en het verloop van de door deze sector uitkeerde rendementen.

4. De vermogensstructuur en uitkeerde rendementen van het Nederlandse bedrijfsleven

In tegenstelling tot wat in de bedrijfseconomie gebruikelijk is, hanteren wij de begrippen intern en extern vermogen. Onder intern vermogen van de sector bedrijven verstaan we het vermogen dat binnen de sector bedrijven gedurende de afgelopen 25 jaar is gevormd, d.i. de som van de macro-economische besparingen van de sector bedrijven vermeerderd met een beginbestand. Dit begrip komt dus ongeveer overeen met het bedrijfseconomische begrip reserves. De uitstaande aandelen van bedrijven worden dus niet tot het interne vermogen gerekend 5). Deze post valt in onderstaande analyse onder het externe vermogen.

Sinds het begin van de jaren zestig is de vermogensstructuur van het Nederlandse bedrijfsleven drastisch gewijzigd. Het interne vermogen is een steeds geringer deel van het totale vermogen gaan uitmaken. Was in de jaren vijftig het interne vermogen nog ongeveer gelijk aan het externe vermogen, in de jaren zestig is deze verhouding sterk veranderd ten nadele van het interne vermogen. Ter illustratie hiervan geven we in tabel 3 deze verhouding voor een aantal jaren in de vorm van vijfjaars-gemiddelden.

Tabel 3. Verhouding tussen intern en extern vermogen in het Nederlandse bedrijfsleven a)

1951-1955	1956-1960	1961-1965	1966-1970	1971-1975	1976-1978
1,03	1,00	0,92	0,76	0,63	0,57

a) Voor de jaren 1976-1978 is een driejaars-gemiddelde genomen.

Zoals gezegd zijn de respectieve vermogensvariabelen geconstrueerd met behulp van de besparingen van de sector bedrijven wat betreft het interne vermogen en met behulp van de post kapitaalverstreking door derden wat betreft het externe vermogen, zoals deze volgen uit de rekeningen voor de sector bedrijven van de Nationale Rekeningen 6). Het is dan noodzakelijk enkele veronderstellingen te maken ten aanzien van het beginbestand. Daarbij hebben we ons gebaseerd op schattingen van het CBS voor het jaar 1952 7). In tabel 4 worden over de betreffende periode de gemiddelde groeivoeten per deelperiode van de aldus berekende vermogens gegeven.

Tegen de achtergrond van de verschuiving in de vermogensverhouding van het bedrijfsleven lijkt het plausibel te veronderstellen dat een uitbreiding van het externe vermogensbestand steeds moeilijker wordt. Immers, de verhouding tussen intern en extern vermogen speelt bij het aantrekken van extern vermogen een belangrijke rol. Naast de genoemde verhouding zijn de te behalen rendementen bij het aantrekken van vermogen een belangrijke factor. Gedurende de beschouwde periode blijken de door het bedrijfsleven behaalde

rendementen (zie tabel 5) niet onder te doen voor wat bijvoorbeeld op een alternatief beleggingsobject als staatsobligaties te behalen is.

Tabel 4. Groeivoeten van de in het bedrijfsleven belegde vermogenscomponenten, vijfjaars-gemiddelden a)

Jaren	Totale vermogen	Extern vermogen	Intern vermogen
1951-1955	2,43	1,72	3,12
1956-1960	4,56	5,18	3,96
1961-1965	5,74	7,28	4,11
1966-1970	7,75	9,65	5,35
1971-1975	7,67	9,11	5,50
1976-1978	7,43	8,57	5,44

a) Voor de jaren 1976-1978 is een driejaars-gemiddelde genomen.

Tabel 5. Gemiddelde rendementen (nominaal en reëel) op respectievelijk het externe, interne en het totale vermogen en op staatsobligaties, vijfjaars-gemiddelden a)

Jaren	R _{EV} b)		R _{IV} c)		R _{TV} d)		R _{OV} e)	
	nominaal	reëel f)	nominaal	reëel f)	nominaal	reëel f)	nominaal	reëel f)
1951-1955	7,07	2,18	3,02	-1,87	5,01	0,12	3,57	-1,32
1956-1960	9,97	6,58	3,81	0,41	6,88	3,49	3,61	0,22
1961-1965	9,37	4,16	3,95	-1,26	6,76	1,56	4,49	-0,71
1966-1970	7,12	1,93	5,08	-0,11	6,23	1,04	6,67	1,48
1971-1975	6,42	-2,62	5,21	-3,83	5,95	-3,08	7,57	-1,47
1976-1978	8,83	1,90	5,16	-1,77	7,50	0,57	7,37	0,44

a) Voor de jaren 1976-1978 is een driejaars-gemiddelde genomen.

b) De inkomsten uit beleggingen en ondernemersactiviteiten minus het toegerekend loon van zelfstandigen in procenten van het extern vermogen.

c) De besparingen van de sector bedrijven in procenten van het intern vermogen.

d) Inkomsten uit beleggingen en ondernemersactiviteiten minus het toegerekend loon van zelfstandigen plus de besparingen van de sector bedrijven in procenten van het totale vermogen.

e) Rendement op obligaties 3 1/4% Nederland 1948, bron: jaarverslag van De Nederlandsche Bank.

f) Gecorrigeerd voor de prijs van de bruto productie van bedrijven.

Het gemiddelde rendement op extern vermogen is, afgezien van de eerste helft van de jaren zeventig, hoger dan dat op staatsobligaties. Het rendement op intern vermogen is daarentegen aanzienlijk lager en, in reële termen, over praktisch de gehele beschouwde periode negatief. We moeten hierbij echter bedenken dat bij bovengegeven berekeningen voorbijgegaan is aan het feit dat door prijsstijgingen vermogenswinsten zijn opgetreden die toegerekend kunnen worden aan het eigen vermogen. Als we aannemen dat de tegenpost van het belegde vermogen gelijk is aan de kapitaalgoederenvoorraad en als we deze dan vervolgens herwaarderen voor prijsstijgingen van de investeringen blijkt er sprake te zijn van substantiële vermogenswinsten. In feite waarderen we aldus de kapitaalgoederenvoorraad tegen vervangingswaarde in plaats van tegen historische kostprijs (zie tabel 6).

De opwaardering van de kapitaalgoederenvoorraad op basis van de investeringsprijsstijging veroorzaakt een vermogenswinst. Ter bepaling van de totale rentabiliteit van de bedrijven zou het in tabel 5 gegeven totale rendement van het in bedrijven geïnvesteerde vermogen met deze prijsstijging vermeerderd moeten worden. Daarbij moet echter wel worden bedacht dat directe uitkering van deze vermogenswinst

5) Wegens het ontbreken van gegevens is een splitsing in eigen en vreemd vermogen niet voor de gehele sector bedrijven te verwezenlijken.

6) Zie de Nationale Rekeningen van de respectieve jaren, tabel 1, Rekeningen voor de sector bedrijven. Voor een beeld van de verschuiving van de diverse componenten van de post overige inkomens zie J. Keus, Rendementen die geen winsten zijn, *ESB*, 19 maart 1980, blz. 335.

7) B. Horn en Th.D. van der Weide, Het nationale vermogen van Nederland, 1948-1958, *Statistische en Econometrische Onderzoeken*, CBS, 3e kwartaal 1960.

praktisch uitgesloten is vanwege de financieringsproblemen die dat zou veroorzaken. In feite zal deze vermogenswinst slechts via toekomstige productie-opbrengsten kunnen worden gerealiseerd.

Tabel 6. Totale vermogen tegen historische kostprijs en vervangingswaarde, gemiddelde waarden en groeivoeten, vijfjaars-gemiddelden a)

Jaren	Vermogen tegen historische kostprijs		Vermogen vervangingswaarde		Investeringsprijsspeil	Gecumuleerde vermogenswinst
	waarde in mrd. gld.	groeivoet	waarde in mrd. gld.	groeivoet	groeivoet	waarde in mrd. gld.
1951-1955	85	2,43	121	7,55	5,76	36
1956-1960	103	4,56	166	5,70	2,84	63
1961-1965	131	5,74	219	7,44	3,93	87
1966-1970	185	7,75	322	8,50	4,02	137
1971-1975	273	7,67	554	12,55	8,53	281
1976-1978	358	7,43	857	10,51	7,32	499

a) Voor de jaren 1976-1978 is een driejaars-gemiddelde genomen.

Directe informatie over verdeling van het door bedrijven opgenomen vermogen over verschillende beleggers lijkt voor Nederland moeilijk achterhaalbaar. Wel zijn gegevens beschikbaar over de verdeling van de beleggingsopbrengsten over de verschillende macro-economische sectoren. Vloede in de jaren vijftig nog slechts een zeer gering deel van deze opbrengsten af naar deze categorie van financiers, in de periode 1976-1978 blijkt hun aandeel al zo'n 40% te bedragen (zie tabel 7)

Tabel 7. Inkomsten uit beleggingen en ondernemingsactiviteiten, gecorrigeerd voor toegerekend loon zelfstandigen, vijfjaars-gemiddelden a)

Jaren	In mrd. gld.	Gemiddelde jaarlijkse groeivoeten	Aandeel van pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen in procenten
1951-1955	2,97	16,88	4,68
1956-1960	5,13	7,86	6,63
1961-1965	6,42	2,76	11,19
1966-1970	7,48	3,44	21,19
1971-1975	10,73	6,67	36,60
1976-1978	20,19	25,47	40,02

a) Voor de jaren 1976-1978 is een driejaars-gemiddelde genomen.

Daar de uitbreiding van het externe vermogen in de laatste jaren vrijwel niet meer plaatsvindt door middel van aandelenemissies komt het Nederlandse bedrijfsleven voor steeds hogere rentelasten en aflossingsverplichtingen te staan. De gelden vloeien macro-economisch gezien naar de sector pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen. Dit impliceert dat de sector bedrijven voor de financiering van nieuwe projecten afhankelijk wordt van deze institutionele beleggers, die bij voorkeur risicovrij beleggen. Die situatie zal op termijn ongetwijfeld gevolgen hebben voor de omvang van de investeringen en de werkgelegenheid.

Concluderend kunnen we stellen dat sinds het begin van de jaren zestig de verhouding tussen intern en extern vermogen voortdurend is veranderd ten nadele van het interne vermogen. Het externe vermogen wordt in toenemende mate verstrekt door pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen. Dit manoeuvreert het bedrijfsleven steeds meer in een afhankelijkheidspositie. De bedrijven kampen daardoor met stijgende rente- en aflossingsverplichtingen wat de neiging tot investeren kan remmen. Door de opgetreden prijsstijgingen is er wel in ruime mate sprake geweest van vermogenswinst, maar deze vermogenswinst kan geheel of gedeeltelijk een fictie zijn als de mogelijkheden tot winstgevendende productie in de toekomst geringer zijn dan werd aangenomen bij de installatie van de betrokken kapitaalgoederen.

5. Pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen

Uit het voorgaande is gebleken dat de sector pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen steeds meer gaat optreden als kapitaalverstrekker. Deze tendens zal bij het verplicht worden van de pensioenvoorzieningen eerder toedien afnemen. Zo'n concentratie van financieringsbronnen heeft, naast het in paragraaf 3 genoemde voordeel van besparingsstabilisatie, ook het reeds daar gesignaleerde nadeel, namelijk dat van concentratie van beslissingsmacht bij een beperkt aantal economische subjecten zonder veel controle over, dan wel invloed op de wijze waarop zij de hen toevertrouwde gelden beleggen. De enige controle die wordt uitgeoefend is die van de Verzekeringskamer, die er uitsluitend op toeziet of men aan de pensioenverplichtingen kan voldoen. Beleggingen die wenselijk zijn vanuit macro-economisch gezichtspunt, hoeven geenszins te voldoen aan de beleggingscriteria van de betrokkenen en de Verzekeringskamer. Deze sector zoekt naar rendementsmaximerende beleggingen met een risicovrij karakter, terwijl juist in de sector bedrijven behoefte bestaat aan risicodragend kapitaal in perioden waarin de bedrijven, gegeven hun rendementspositie, niet in staat zijn een risicopremie uit te keren. Vertraging van de groei is daarvan mogelijkwijs het gevolg. De invoering van nieuwe technieken bijvoorbeeld, waarvan veelal wordt aangenomen dat ze een grote bijdrage leveren aan de groei maar die tevens veelal riskante investeringen impliceren, kan als gevolg van bovengeschetste institutionalisering van de besparingen worden vertraagd, of zelfs tegengehouden. Daar ook, zoals in de vorige paragraaf is gesignaleerd, de vermogensverhouding in het bedrijfsleven is verschoven ten gunste van het externe vermogen is niet te verwachten dat de bedrijvensector zelf veel risicodragend kapitaal levert.

De tabellen 8 en 9 geven een overzicht van de beleggingen van de pensioenfondsen en de levensverzekeringsmaatschappijen. Deze beleggingen zijn in de afgelopen 25 jaar enorm toegenomen met gemiddelde jaarlijkse groeivoeten van respectievelijk 15 en 10%. Meer dan de helft van de beschikbare gelden is belegd bij de overheid, waarbij het aandeel van de onderhandse leningen zeer sterk is gestegen. De beleggingen in onroerend goed nemen meer dan gemiddeld toe, terwijl vooral de laatste jaren de onderhandse leningen aan het buitenland sterk expanderen.

Tabel 8. Beleggingen van pensioenfondsen, gemiddelde jaarlijkse groeivoeten a)

Jaren	Hypotheken	Onroerend goed	Effecten			Onderhandse leningen			Totaal
			rijk. opl.	part. sector	buitenland	rijk. opl.	part. sector	buitenland	
1956-1960	4,69	19,31	2,10	11,79	19,75	15,98	16,99	4,52	11,03
1961-1965	17,17	22,92	3,31	14,49	14,66	17,99	17,51	32,83	14,86
1966-1970	7,50	23,27	1,23	12,62	15,27	16,32	19,95	0,52	15,11
1971-1975	9,34	16,04	5,79	18,33	19,45	16,29	22,22	15,38	17,13
1976-1978	14,21	11,53	3,46	6,81	-7,82	16,00	18,14	56,40	14,60
1956-1978	10,42	19,15	3,19	13,34	13,37	16,58	19,11	18,41	14,68

a) Voor de jaren 1976-1978 is een driejaars-gemiddelde genomen.
Bron: Jaarverslag van de Nederlandsche Bank.

Ook de binnenlandse particuliere sector slokt een groot gedeelte van de beschikbare gelden op, doch bij een nadere beschouwing van de post onderhandse leningen blijkt daarvan een zeer groot gedeelte te gaan naar woningbouwverenigingen en hypotheekbanken, dat wil zeggen bij uitstek nationale sectoren van het Nederlandse bedrijfsleven (zie tabel 10).

Deze cijfers bevestigen onze eerste indruk dat bij de belegging van het gedwongen gedeelte van de besparingen via pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen een hoog rendement gecombineerd met een klein risico voorop

staan. Gegeven het feit dat het aandeel van gedwongen besparingen steeds toeneemt, is het gevolg hiervan dat steeds minder risicodragend kapitaal ter beschikking komt.

Tabel 9. Beleggingen van levensverzekeringsmaatschappijen, gemiddelde jaarlijkse groeivoeten a)

Jaren	Hypotheken	Onroerend goed	Effecten			Onderhandse leningen			Totaal
			rijk. opl.	part. sector	buitenland	rijk. opl.	part. sector	buitenland	
1956-1960	12,30	9,57	3,47	5,53	2,27	4,99	18,54	1,66	9,14
1961-1965	15,94	14,10	-3,94	11,03	11,46	2,07	14,31	8,29	9,64
1966-1970	8,06	12,84	-3,14	10,52	15,01	-2,25	11,60	-2,71	7,67
1971-1975	8,91	17,51	-0,50	18,30	4,69	3,39	12,07	-0,66	10,63
1976-1978	15,59	12,34	4,78	5,13	-6,01	19,70	8,49	67,85	12,36
1956-1978	11,79	13,49	-0,49	11,34	5,85	4,44	13,12	8,76	9,71

a) Voor de jaren 1976-1978 is een driejaars-gemiddelde genomen.
Bron: Jaarverslag van de Nederlandsche Bank.

Tabel 10. Onderhandse leningen van pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen naar categorieën kredietnemers a)

Jaren	Woningbouwverenigingen	Hypotheekbanken	Rest bedrijfsleven
1966-1970	41,95	1,24	13,99
1971-1975	27,44	30,68	15,21
1976-1978	13,05	47,80	14,65
1966-1978	30,51	21,87	14,61

a) Gemiddelde jaarlijkse groeivoeten.
Bron: Maandschrift Financiewezen.

Daarnaast signaleren we het verschijnsel dat de genoemde institutionele beleggers vooral gedurende de laatste jaren steeds meer in het buitenland gaan beleggen. Dit heeft in tijden van kapitaalschaarste, waarvan getuige de hoge rentestanden de laatste tijd sprake is, grote gevolgen voor de investeringsactiviteit van het bedrijfsleven. Het moge op den duur gunstig zijn voor de betalingsbalans, nu kan dat de oorzaak zijn van het achterblijven van de economische activiteit en daarmee van het oplopen van de werkloosheid. Het beleggingsgedrag van pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen, hoewel in overeenstemming met de zienswijze van de betrokkenen en de Verzekeringskamer, kan, zoals boven is betoogd, botsen met sommige doelstellingen van macro-economisch beleid. Om aan beide belangen, die van de fondsen en die van het economisch beleid, recht te doen, dient er te worden gezocht naar een zodanige institutionele vorm van de pensioenvoorziening, dat bij de belegging van de pensioenpremies niet uitsluitend criteria worden aangelegd, die uit beleggingsoogpunt wenselijk zijn, maar ook de macro-economische effecten in ogenschouw worden genomen. Hiervoor zijn vele vormen denkbaar. Naar analogie met het bankwezen, dat onderhevig is aan een zekere controle van De Nederlandsche Bank, zou een soort overkoepelend beleggingsorgaan kunnen worden opgericht, dat — in relatie met de feitelijke economische ontwikkeling — richtlijnen kan uitvaardigen waarnaar de pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen kunnen handelen. Deze richtlijnen zouden in het algemeen niet het karakter moeten hebben van institutionele gebods- of verbodsbepalingen, maar veeleer dat van flexibele stimulerings- en sanctiebepalingen, die zijn gericht op de simultane verwezenlijking van macro- en micro-economische doelstellingen. Een dergelijk samenwerkingsorgaan zou ook een rol van betekenis kunnen spelen bij de beperking van beleggingsrisico's van individuele pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen, bijvoorbeeld via onderlinge of overheidsgaranties.

6. Conclusies

In dit artikel hebben we een terreinverkenkend onderzoek gedaan naar macro-economische effecten van pensioenvoorzieningen. Daarbij stond centraal of deze effecten kwantitatief belangrijk zijn en via welke macro-economische verbanden deze tot uiting komen. Uit dit onderzoek kunnen een aantal conclusies worden getrokken. Ten eerste blijkt dat de kosten van de pensioenregelingen voor een belangrijk gedeelte worden afgewenteld op de sector bedrijven. Hoewel misschien niet de belangrijkste, is dit een van de oorzaken van de daling van de bedrijfswinsten. De lage winsten dwingen, vooral in de laatste jaren, de Nederlandse bedrijven in toeneemende mate een beroep te doen op externe financieringsmiddelen. De besparingen van de overige sectoren van onze nationale economie staan echter onder druk door de afnemende inkomensgroei. De collectieve sector ondervindt de lasten van een toenemend beroep op sociale regelingen. Gezinnen en overheid proberen via krediet de groei van het materiële voorzieningspeil te handhaven bij stagnerende inkomsten.

De rente is gestegen, maar dit kan niet verhinderen dat de vrijwillige gezinsbesparingen dalen. De enige stabiele bron van financieringsmiddelen vormen de grotendeels gedwongen besparingen van gezinnen via pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen. Maar voor deze beleggers is het Nederlandse bedrijfsleven steeds minder aantrekkelijk vanwege de, gegeven het risico, lage rendementen.

De financiering van de bedrijfsinvesteringen dreigt hiermee in een vicieuze cirkel te komen die slechts kan worden doorbroken door een (relatief) herstel van de rentabiliteit van het bedrijfsleven. Om de schade te beperken lijken echter institutionele maatregelen nodig, die op korte termijn de rentabiliteit van de pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen kunnen verminderen, maar op de lange termijn toch in het belang zijn van de pensioentrekkers. Deze hebben vrijwel zonder uitzondering een groot indirect belang bij de gunstige ontwikkeling van onze nationale economie; stagnatie of economische teruggang brengt bijvoorbeeld de basisvoorzieningen voor bejaarden in gevaar. Om deze reden lijkt het wenselijk om een zodanige institutionele vorm van de pensioenvoorzieningen te kiezen dat bij de beleggingen van de pensioenpremies niet alleen micro-economische, maar ook macro-economische overwegingen gelden. Hierbij kan bij-

voorbeeld worden gedacht aan een instelling die als overkoepelend orgaan optreedt voor de pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen. Zo'n overkoepelend orgaan kan d.m.v. een systeem van garanties en aanwijzingen, premies en sancties een kader scheppen dat de beleggers in staat stelt de hen toevertrouwde gelden in hoge mate naar eigen inzichten te beheren op een wijze die zowel de directe belangen van de verzekerden, als de macro-economische belangen dient.

De analogie met het bankwezen, waar De Nederlandsche Bank als een dergelijk instituut optreedt tegenover het particuliere bankwezen ligt voor de hand. Een grote mate van onafankelijkheid, zowel van de overheid als van de betrokken fondsen, lijkt ook hier wenselijk. Het is immers niet de bedoeling van de pensioenregeling de overheid een gemakkelijk toegankelijke financieringsbron te verschaffen, en evenmin dat de pensioenfondsen hun eigen verantwoordelijkheid wordt ontnomen. Waar het om gaat is dat de belangen van het Nederlandse bedrijfsleven, dat de pensioenpremies voor het grootste deel moet opbrengen en dat langs andere weg nauwelijks toegang heeft tot risicodragend kapitaal, op een redelijke wijze worden verenigd met die van de pensioengerechtigden. Door de keuze van een geschikt institutioneel kader kan daaraan veel worden bijgedragen.

J.C. Siebrand
N. van der Windt

Appendix

De in de hoofdttekst aangehaalde loonvergelijking 1) ziet er als volgt uit:

$$1 = 1,01 \bar{p}_{c-\frac{1}{4}} + 0,80 (y-a)_{-\frac{1}{4}} + 0,60 \gamma_1$$

(14,15) (9,77) (4,19)

$$(P_{wn} - y - \bar{p}_c)_{-\frac{1}{2}} + 1,05 \gamma_2 (P_{wg} - y - \bar{p}_c) -$$

(4,52)

$$- 4,13 \phi(\Delta w_{-\frac{1}{2}}) + 0,46$$

(6,09) (0,92)

$R^2 = 0,973$; D.W. = 1,83; steekproefperiode 1959-1978.

waarin:

- $\bar{p}_{c-\frac{1}{4}}$ = het consumptieprijspeil, 1 kwartaal vertraagd;
 $(y-a)_{-\frac{1}{4}}$ = de arbeidsproductiviteit, 1 kwartaal vertraagd;
 P_{wn} = de som van directe belastingen, premies voor sociale verzekeringen en pensioenen betaald door werknemers;
 y = productie bedrijven;
 P_{wg} = totaal aan sociale lasten betaald door werkgevers;
 $\phi(\Delta w_{-\frac{1}{2}}) = \frac{1}{2}(1 - e^{-2\Delta w})$ als $\Delta w > 0$;
 $-\frac{1}{2}(1 - e^{2\Delta w})$ als $\Delta w < 0$;
 γ_1 = de directe belastingen en de totale premiebetalingen van werknemers in procenten van de loonsom, 1 periode vertraagd;
 γ_2 = de sociale lasten betaald door werkgevers in procenten van de loonsom, 1 periode vertraagd;
 R^2 = multipale correlatiecoëfficiënt;
D.W. = Durbin-Watson toetsgroottheid.

Tussen haakjes staan onder de geschatte coëfficiënten de bijbehorende t-waarden. Behalve w luiden alle variabelen in procentuele veranderingen.

1) Zie voor een uitgebreide theoretische afleiding van de betreffende loonvergelijking, A. S. Brandsma en N. van der Windt, Lonen en Afwenteling, Vakgroep Macro-Economische Politiek, Erasmus Universiteit Rotterdam.