

# Promotie

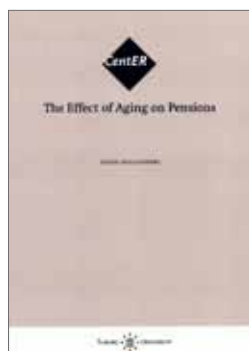
**P**ensioenen en vergrijzing zijn veelbesproken in de economische literatuur. Het proefschrift is een bijdrage aan dit wetenschappelijke debat en richt zich met name op het effect van vergrijzing op drie zaken: intergenerationele risicodeling, het overheidspensioen en het beleggingsbeleid van pensioenfondsen.

Het delen van risico's tussen generaties is welvaartsverhogend. Intergenerationele risicodeling impliceert dat bij financiële tegenvallers voor oudere deelnemers jongeren bijspringen en dat bij meevallers een buffer wordt opgebouwd. Er is echter een verschil tussen intergenerationele risicodeling en gewone verzekeringen. Jongere generaties

zullen niet willen toetreden tot een fonds dat financiële klappen heeft gehad, en omgekeerd zullen oudere deelnemers een puissant rijk fonds mogelijk sluiten voor nieuwe deelnemers. Risico's kunnen niet gedeeld worden als bij het aangaan van het contract al duidelijk is hoe die risico's uitvallen. De markt kan intergenerationele risicodeling daarom niet tot stand brengen. Alleen de overheid kan dat, door een regeling verplicht te stellen.

Overheidsbeleid wordt evenwel bepaald door politici die niet optimale risicodeling nastreven maar electorale steun. Er zijn daarmee politieke grenzen aan de mogelijkheid voor de overheid om risicodeling tot stand te brengen. In een theoretisch hoofdstuk worden de politieke grenzen aan intergenerationele risicodeling geanalyseerd. De overheid is niet in staat om risico's optimaal te delen, zodra politici uit electorale motieven herverdelen. Er vindt dan wel enige risicodeling plaats, indien de overheid herverdeelt ten gunste van lage inkomens, maar dit geschiedt niet optimaal, zeker niet als een cohort relatief veel kiezers bevat, zoals bij vergrijzing.

Vergrijzing heeft mogelijk ook andere politieke consequenties. Zo stelt het vaak gebruikte model van de mediane kiezer dat een oudere kiezer leidt tot een hoger overheidspensioen. Oudere kiezers wensen een royaler pensioen en politici zullen dienovereenkomstig handelen. Deze hypothese strookt op het eerste gezicht met de feiten. De afgelopen dertig jaar is in OESO-landen zowel de (mediane) leeftijd van kiezers als het overheidspensioen gestegen. Correlatie is evenwel geen causaliteit, zo laat een empirisch hoofdstuk zien. Indien met relevante politieke en economische factoren rekening gehouden wordt – zoals economische groei en de politieke affiliatie van de regering – dan is er geen positief verband. Sterker, een oudere kiezer leidt eerder tot een lager pensioen. Inzake pensioenen geeft de mediane-kiezerhypothese dus geen adequate beschrijving van het politieke proces. Dit laat onverlet dat een relatieve toename van het aantal pensioengerechtigden wel leidt tot een stijging van de totale pensioenuitgaven als percentage van het bnp. De



**DAVID HOLLANDERS**

Postdoc onderzoeker aan de Universiteit van Tilburg en de Universiteit van Amsterdam

vergrijzing wordt dus historisch gezien opgevangen door een combinatie van versoberde pensioenen, economische groei en hogere uitgaven.

Naast het overheidspensioen bouwen veel werknemers een aanvullend pensioen op. Daartoe beheren Nederlandse pensioenfondsen 900 miljard euro. Het optimale beleggingsrisico hangt daarbij deels af van de leeftijd van deelnemers. Uit een empirisch hoofdstuk blijkt dat Nederlandse pensioenfondsen met een ouder deelnemersbestand minder beleggingsrisico nemen. Het percentage dat wordt belegd in aandelen daalt met een half procentpunt indien de leeftijd van de actieve deelnemer met een jaar stijgt.

Deze uitkomst komt overeen met wat

in een groot deel van de literatuur over spaar- en beleggingsbeslissingen als optimaal naar voren komt. Jonge deelnemers hebben veel menselijk kapitaal en kunnen daarmee risico beter opvangen dan oudere deelnemers.

Pensioenfondsen dienen niet alleen persoonskenmerken van deelnemers in ogenschouw te nemen bij de keuze voor het beleggingsrisico. In tegenstelling tot een beleggingsfonds is het doel van een pensioenfonds niet zozeer om zo hoog mogelijke rendementen te halen. Een pensioenfonds zegt een pensioen toe en dient die toezegging gestand te doen. Een goed gekapitaliseerd pensioenfonds kan aan alle (op dat moment geldende) verplichtingen voldoen en hoeft dus geen risico te nemen. Dit was met een gemiddelde dekkingsgraad van 144 de situatie in 2007. De meeste fondsen hebben er, tot nadeel van gepensioneerden, niet voor gekozen risico's af te dekken.

In een theoretisch hoofdstuk laat het proefschrift zien dat een goed gekapitaliseerd pensioenfonds wel degelijk een goede reden kan hebben om risicovol te beleggen. Dat heeft wederom te maken met jonge deelnemers, die risicovoller kunnen beleggen. Het kan voor jongeren optimaal zijn om te beleggen met geleend geld, en het pensioenfonds kan dit mogelijk maken door impliciet een lening te verstrekken aan jonge deelnemers. Het pensioenfonds belegt dan risicovoller dan nodig is om aan de verplichtingen te voldoen. Een probleem ontstaat indien de premies bij beleggingstegenvallers onvoldoende verhoogd worden, zoals in de recente praktijk. Dit kan leiden tot conflicten tussen jonge en oude deelnemers; gepensioneerden verstrekken namelijk de impliciete lening aan jonge deelnemers.

Hoe de huidige tekorten te verdelen tussen jonge en oude deelnemers en werkgevers is voor alles een politieke en juridische vraag die niet door de wetenschap kan worden beantwoord.

## LITERATUUR

Hollanders, D.A. (2012) *The effect of aging on pensions*. Tilburg: Universiteit van Tilburg.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.