

Voordelen risicodeling systematisch onderschat

Mijn artikel in deze *ESB* en mijn column in het *FD* (Teulings, 2018) over intergenerationele risicodeling in pensioenen hebben veel reacties losgemaakt, in *ESB* en elders. Er staat blijkbaar veel op het spel. Ik ga hier eerst in op een aantal technisch punten. Belangrijker zijn echter de meer politiek-filosofische vragen over risicodeling in het tweede deel van mijn betoog.

PENSIOENTECHNIEK

De eerste vraag is of de optimale beleggingsstrategie gehinderd wordt door het feit dat jonge generaties geen onderpand kunnen geven, de zogenaamde leenrestrictie. In zijn commentaar in deze *ESB* merkt Bas Werker op dat leenrestrictie niet van toepassing is, omdat met behulp van *leveraged exchange-traded funds* alle wenselijke risicoblootstellingen kunnen worden bereikt. Dat laatste is juist, het eerste niet. De optimale risicoblootstelling conform de analyse van Samuelson (1969) impliceert dat het pensioenvermogen van jongeren bij tegenvallende beleggingsresultaten negatief wordt. Dus is de leenrestrictie van toepassing.

Een tweede punt, gemaakt door Theo Kocken (2018) in de documentatie voor de hoorzitting in de Tweede Kamer, is dat intergenerationele risicodeling alleen meerwaarde heeft als aandelenkoersen terugkeren naar het gemiddelde, zogenaamde *mean reversion*. Dit is onjuist. Het model van Samuelson (1969) dat Teulings en De Vries (2006) hanteren laat *mean reversion* buiten beschouwing. Desalniettemin heeft risicodeling tussen generaties voordelen. Mocht er wel *mean reversion* zijn, dan worden die voordelen groter.

Ten derde is er verwarring over de opbrengst van risicodeling. Werker (2017) berekent met dezelfde formules als Teulings en De Vries (2006) dat indien pensioenfondsen tien jaar voor toetreding van een deelnemer beginnen met beleggen, de voordelen (gecorrigeerd voor de kosten van risico) vier procent zijn van het vermogen. De vraag is: van welk vermogen? Werker neemt het pensioenvermogen, het moet zijn het totale arbeidsinkomen over de levensloop. Dat is ongeveer vier maal zo groot. Als dat voordeel volledig wordt gebruikt voor het pensioen, dan kunnen de pensioenen ongeveer met vijftien procent omhoog.

Ilja Boelaars en Lans Bovenberg stellen in deze *ESB* dat het modelleren van risico's subjectief is, een punt dat in debat vaak terugkeert. De actuele risicopremie kan echter objectief worden gemeten met behulp van optiepreizen (Martin, 2017).

Ten slotte verwijzen Boelaars en Bovenberg terecht naar Boelaars en Mehlkopf (2018), die laten zien dat de meerwaarde van intergenerationele risicodeling kleiner is indien aandelenkoersen gecorreleerd zijn met de toekomstige loonontwikkeling. Vooralsnog blijft het onzeker hoe belangrijk dit verschijnsel is. Recent werk van Schorfheide et al. (2018) suggereert dat dit slechts deels zo is. In dat geval blijft de meerwaarde van intergenerationele risicodeling bestaan.

POLITIEKE KEUZE

Wel of niet een intergenerationele buffer is een politieke keuze met grote gevolgen voor de kwaliteit van het nieuwe pensioenstelsel. Een

COEN TEULINGS

Hoogleraar aan de Universiteit Utrecht
en de University of Cambridge

dergelijke buffer is een vorm van verzekering: huidige generaties betalen een verzekeringspremie aan toekomstige generaties en krijgen in ruil daarvoor een schade-uitkering van die generaties bij tegenvallende

beleggingsresultaten. Dan wordt de buffer negatief. Een buffer die nooit negatief kan worden, is het equivalent van een verzekering waarvoor wel premie wordt betaald, maar die nooit een schade-uitkering doet. In dat geval kan de buffer beter worden afgeschaft. Dat de eis dat de buffer niet negatief mag worden in het regeerakkoord staat, roept vragen op over de kwaliteit van de advisering van Netspar en anderen.

Risicodeling leidt tot een betere afweging tussen risico en rendement, omdat beleggingsrisico's over een langere periode worden uitgesmeerd: bij gelijk rendement hoeft minder risico te worden genomen. De politieke voorkeur van Werker in deze *ESB* en van Bovenberg en Nijman (2018) om einde te maken aan de intergenerationele risicodeling, verhoogt dus de kosten voor de deelnemer. Het was beter geweest als zij de kosten van deze politieke voorkeur expliciet hadden benoemd. In het debat zijn deze kosten systematisch onderschat.

Met deze kwestie zijn grote commerciële belangen gemoeid. Risicodeling kan alleen werken in een stelsel met verplichtstelling, omdat nieuwe generaties anders, als de buffer incidenteel negatief is, niet zullen willen toetreden. Dit is het principe van averechtse selectie en van de sluier van onwetendheid. Vooraf, nog in onwetendheid, hebben toekomstige generaties belang bij risicodeling. Als achteraf de beleggingsresultaten tegenvallen, wil die generatie daar onderuit. De verplichtstelling maakt het pensioenfondsen mogelijk om aantrekkelijkere pensioencontracten te bieden dan private verzekeraars. Indien intergenerationele risicodeling onmogelijk wordt gemaakt, kunnen private verzekeraars plotseling tot de markt toetreden. Soms krijgt de toeschouwer de indruk dat deze overweging bij dit debat op de achtergrond een belangrijke rol speelt.

LITERATUUR

Boelaars, I. en R. Mehlkopf (2018) *Optimal risk-sharing in pension funds when stock and labor markets are co-integrated*. DNB Working Paper, 595.

Bovenberg, L. en T. Nijman (2018) Eisen pensioenbuffers verstandig bij vorming van nieuw pensioenstelsel. *Het Financieel Dagblad*, 16 mei.

Kocken, T. (2018) *Position paper T. Kocken t.b.v. hoorzitting/rondetafelgesprek Evaluatie Financieel Toetsingskader (FTK) d.d. 17 mei 2018*. Tekst te vinden op www.tweedekamer.nl.

Martin, I. (2017) What is the expected return on the market? *The Quarterly Journal of Economics*, 132(1), 367–433.

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

Schorfheide, F., D. Song en A. Yaron (2018) Identifying long-run risks: a Bayesian mixed-frequency approach. *Econometrica*, 86(2), 617–654.

Teulings, C. (2018) Strikte eisen pensioenbuffers werken solidariteit tussen generaties tegen. *Het Financieel Dagblad*, 3 mei.

Teulings, C. en C. de Vries (2006) Generational accounting, solidarity and pension losses. *The Economist*, 154(1), 63–83.

Werker, B. (2017) *The value and risk of intergenerational risk sharing*. Netspar Design Paper, 84.