

Amerikaanse monetaire twisten

De vooruitzichten voor economische groei in industrielanden, zowel in de Verenigde Staten als in Europa, zijn somberder geworden. Dit is alvast voor de Amerikaanse Federal Reserve zorgwekkend genoeg gebleken om het monetaire beleid opnieuw te versoepelen. De beleidsopties zijn evenwel beperkt geworden, met een korte rente die vrijwel op nul procent staat, en twee eerdere ronden van kwantitatieve versoepeling (QE1 en QE2) waarmee door aankopen van overheidsobligaties de balans van de centrale bank zeer sterk is opgerekt. Deze kwantitatieve versoepeling staat ook in de Verenigde Staten ter discussie. Het wordt door critici gezien als de geldpers laten draaien ter financiering van de overheid, waarmee de onafhankelijkheid van het monetaire beleid in het geding komt. Onlangs stelden de leiders van de Republikeinen dat het beleid ineffectief was en eisten ze dat de Fed onder curatele gesteld moest worden. Een nieuwe ronde van kwantitatieve versoepeling ligt dan ook gevoelig. Met *Operation Twist* heeft de Fed een nieuwe variant van monetaire versoepeling gepresenteerd. Door de verkoop van kortlopende overheidsobligaties die de Fed op zijn balans heeft en de aankoop van langlopend overheidspapier probeert de centrale bank met name de rentetarieven aan het lange einde van de *yieldcurve* omlaag te drukken. Daarbij verwijst de Fed bovendien naar toenemend gevaar voor deflatie. Inderdaad zijn inflatieverwachtingen, afgemeten aan het verschil tussen de rente op traditionele overheidsleningen en de rente op overheidsleningen met inflatiecompensatie, de laatste maanden gedaald. Hier zit dan ook een opmerkelijk conflict in het Amerikaanse beleid. Enerzijds wordt getracht met een lagere lange rente de economie te stimuleren, anderzijds is daar de wens tot hogere inflatieverwachtingen, die de rente

juist weer opstuwten. Deze tegenstrijdigheid wordt onderstreept door de ervaring sinds de aankondiging van QE2 in augustus vorig jaar. Dat was het startsein voor zowel hogere inflatieverwachtingen als een hogere lange rente (figuur). Hoewel het misschien te pril is om nu al een trendmatige beweging te zien, is het in ieder geval opmerkelijk dat sinds de aankondiging van *Operation Twist* zowel de inflatieverwachtingen als de lange rente weer opwaarts gericht zijn.

Lange rente voor tienjaars-overheidsleningen en inflatieverwachtingen Verenigde Staten.



Bron: FDA

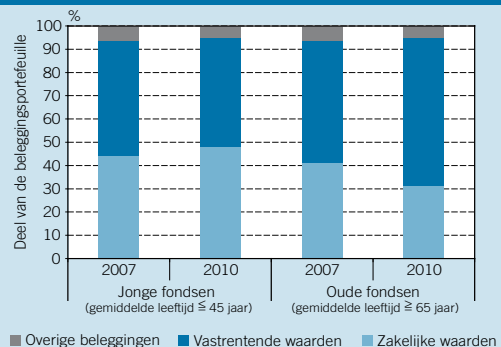
Monetaire zaken

Leeftijdsafhankelijk beleggen door pensioenfondsen

De demografische kenmerken van een pensioenfonds kunnen een rol spelen bij het bepalen van het beleggingsbeleid. De gemiddelde leeftijd van de deelnemers van een fonds kan bijvoorbeeld van invloed zijn op de genomen hoeveelheid risico. Volgens het levenscyclusmodel zouden pensioenfondsen met een jonger deelnemersbestand meer in risicovolle producten, zoals zakelijke waarden in de vorm van aandelen en vastgoed, moeten beleggen. Het idee hierachter is dat jongeren meer risico kunnen lopen, omdat zij nog langer de tijd hebben om eventuele financiële tegenvallers op te vangen, bijvoorbeeld door extra te gaan werken of door bij te sparen. Oudere deelnemers hebben deze tijd niet en de fondsen waarbij zij zijn aangesloten zouden volgens de levenscyclustheorie dan ook een voorzichtiger beleggingsbeleid moeten voeren met relatief meer beleggingen in vastrentende waarden.

In de figuur is een onderscheid gemaakt tussen twee groepen pensioenfondsen: een groep jonge fondsen met een gemiddelde deelnemersleeftijd van 45 jaar of jonger en een groep oude fondsen met een gemiddelde deelnemersleeftijd van 65 jaar of ouder. In het jaar 2007, vóór de kredietcrisis, waren de verschillen in beleggingen tussen deze twee groepen beperkt. De groep jonge fondsen investeerde 44 procent van de beleggingsportefeuille in zakelijke waarden en 50 procent in vastrentende waarden, tegen 41 procent zakelijke waarden en 52 procent vastrentende waarden bij de oude fondsen. In 2010 is er een duidelijker verschil te zien tussen het beleggingsbeleid van beide groepen. De groep jonge fondsen belegde gemiddeld 48 procent van hun vermogen in zakelijke waarden tegenover 31 procent van het vermogen van de oude fondsen. Daarnaast belegden de oude fondsen gemiddeld 64 procent van hun beleggingsportefeuille in vastrentende waarden, terwijl dit bij de jonge fondsen 47 procent bedroeg.

Beleggingsbeleid oude en jonge fondsen.



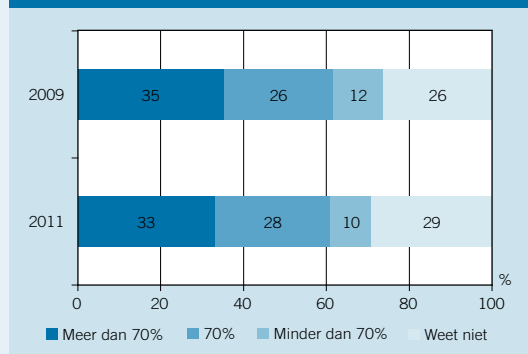
Bron: DNB

Voor de beleggingscategorie overige beleggingen – waaronder bijvoorbeeld hedgefondsen en grondstoffen – zijn weinig verschillen tussen beide groepen gevonden. Hieruit blijkt dat, vergeleken met 2007, jonge fondsen meer zijn gaan beleggen in zakelijke waarden, terwijl bij oude fondsen vastrentende waarden een groter deel uit zijn gaan maken van de beleggingsportefeuille. Daarmee lijkt de gemiddelde leeftijd van het deelnemersbestand in 2010 een belangrijkere rol te spelen bij de beleggingen van een pensioenfonds dan in 2007.

Pensioenverwachtingskloven

Het in het begin van 2010 gepubliceerde AFM-rapport Geef Nederlanders pensioeninzicht, beschrijft een pensioenverwachtingskloof bij consumenten. In 2009 verwachtte 59 procent van de consumenten 70 procent of meer van het laatstverdiende bruto-salaris als pensioen, terwijl 12 procent van de consumenten een pensioen van minder dan 70 procent van het laatstverdiende brutosalairis verwachtte.

Verwachte hoogte bruto pensioen in procenten van het laatstverdiende salaris.

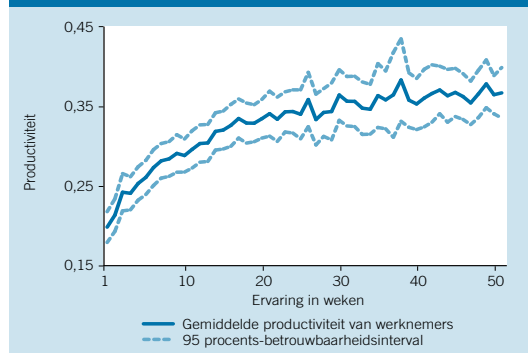


Bron: AFM

Op basis van een analyse van maatmensen in voorbeeldregelingen blijkt dat de meeste consumenten een redelijk maar lager dan verwacht pensioen zullen ontvangen. In 2011 denken nog steeds zes van de tien werkenden dat ze meer dan 70 procent van hun laatstverdiende loon krijgen als pensioen (figuur).

In de meting van 2011 is ook gevraagd naar het soort pensioenregeling. Vier op de tien respondenten weten niet in wat voor soort pensioenregeling ze zitten. Van de 61 procent die het wel weet, zegt twee derde dat ze een middelloonregeling hebben en een vijfde dat ze pensioen opbouwen in een eindloonregeling. Dus van alle respondenten zegt 12 procent een eindloonregeling te hebben. In een middelloonregeling wordt pensioen berekend op basis van het gemiddelde salaris tijdens de loopbaan, in een eindloonregeling is dat op basis van het laatstverdiende loon. Na de eeuwwisseling zijn veel eindloonregelingen omgezet in middelloon. Uit cijfers van DNB over verschillende soorten pensioenregelingen in 2008 blijkt dat een kwart van de regelingen een eindloonregeling is, ruim twee derde is middelloon en de rest is vaak een combinatie. Het aantal actieve deelnemers per regeling is veel schever verdeeld; meer dan 95 procent van de actieve deelnemers zit in een middelloonregeling en 1,2 procent in een eindloonregeling. In 1999 zat 60 procent nog in een eindloonregeling. Ook hier is dus een verwachtingskloof, tien keer zo veel consumenten denken een eindloonregeling te hebben dan in werkelijkheid het geval is. Deze misconceptie heeft vooral gevolgen voor deelnemers met een steil carrièrepad. Het AFM rapport uit 2010 becijfert dat voor deze groep het pensioen in verhouding tot het laatstverdiende brutosalairis tot 40 procent lager kan zijn dan het relatieve pensioen van een werknemer met een modale loopbaanontwikkeling.

Effect van ervaring op productiviteit (honderd gedeeld door gemiddeld aantal seconden per klantcontact).



Bron: ROA

Het effect van werkervaring op productiviteit

Al decennialang wordt er onderzoek gedaan naar de effecten van de tijd dat mensen bij een bepaald bedrijf werkzaam zijn op hun productiviteit. Dit effect wordt dan gezien als het ervaringseffect op het werk. Meestal wordt iemands productiviteit daarbij gemeten door het loon dat men verdient. Lonen zijn echter niet zo geschikt om iemands productiviteit te meten, omdat het salaris door veel andere factoren wordt beïnvloed, zoals bijvoorbeeld

het CAO-loon dat gerelateerd is aan het aantal dienstjaren. Voor de analyse van de effecten van de tijd dat iemand in een bepaalde functie werkzaam is op de productiviteit kan ook gebruik worden gemaakt van een productiviteitsmaatstaf die in veel callcenters wordt gebruikt: de gemiddelde tijd die men bezig is met een klantcontact. Dat wil zeggen de duur van het binnenkomende telefoongesprek plus de tijd voor de administratieve afhandeling. Het unieke van deze data is dat er voor iedere werkweek precieze informatie over de productiviteit van alle klantadviseurs beschikbaar is. De figuur laat zien dat bij deze klantadviseurs de productiviteit de eerste weken dat men in dienst is sterk toeneemt. Na bijna 40 weken bereikt de productiviteitsgroei het plafond. Dan is men een ervaren werknemer. De productiviteit ligt dan 81 procent hoger dan bij de start. Deze leercurve geeft ook aan welke investering het bedrijf moet doen om nieuwe werknemers ervaren te maken. De investering in het informele leren in het onderzochte bedrijf is ongeveer twee keer zo hoog is als de investering in de formele trainingen.

Een belangrijke vraag is hoe dit leerproces door iemands collega's wordt gestimuleerd. Dit kan worden afgeleid uit informatie over de gemiddelde ervaring van de collega's met wie een nieuwe werknemer heeft samengewerkt. Het blijkt dat een verhoging van de gemiddelde interne ervaring van collega's van een standaarddeviatie tot een productiviteitsverhoging van 10,9 procent van een standaarddeviatie leidt. Dit laat zien dat het belangrijk is om nieuwe werknemers te mengen met meer ervaren werknemers van wie ze kunnen leren.