



## Na ons de zondvloed

**Auteur(s):**

Verbon, H.A.A.

*De auteur is werkzaam als hoogleraar Openbare Financiën aan de Katholieke Universiteit Brabant*

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4269, pagina D22, 6 september 2000

**Rubriek:**

Dossier Transparante pensioenfondsen

**Trefwoord(en):**

reactie

**Als de pensioenfondsen eenmaal de economische benadering toepassen bij het waarderen van de waarde van hun beleggingen en verplichtingen, zo beweren Koedijk en Tamminga, dan wordt tenminste helder hoe hoog de vermogenoverschotten zijn bij de pensioenfondsen en kunnen we gaan nadenken over wat we ermee moeten doen. Het overschot wordt geschat op f 200 mrd, en een impliciete voorkeur wordt uitgesproken voor het aanleggen van voorzieningen voor indexatie van toekomstige pensioentoezeggingen.**

Twee vragen houden mij bezig. Ten eerste, we rekenen ons rijk door de trends van de afgelopen jaren door te trekken. Ook in de economische benadering wordt trendmatig geanalyseerd, maar een trendbreuk op de financiële markten is niet onwaarschijnlijk en wat doen we dan? Ten tweede, en dat is eigenlijk de kernvraag van het artikel van Koedijk en Tamminga, wie is verantwoordelijk voor de herverdeling van eventuele vermogenoverschotten? Zijn dat de pensioenfondsen?

De economische benadering is niets anders dan een geavanceerde manier van doortrekken van huidige trends naar de toekomst. Dat kan makkelijk leiden tot grote rampen. Kijk bijvoorbeeld eens naar huizen en aandelen, activa waar de pensioenfondsen flink in hebben belegd de afgelopen decennia. De rendementen daarop zijn in de afgelopen tien jaar torenhoog geweest.

Huizenprijzen en aandelenkoersen kunnen uiteraard gebaseerd zijn op de 'echte' waarde van huizen of bedrijven, maar kunnen ook berusten op ongegronde verwachtingen. Als prijzen stijgen en iedereen verwacht dat dat wel door zal gaan, blijven de prijzen stijgen. Totdat de 'zeepbel' echter zo groot is dat die knapt.

Bij huizen is dat direct evident. Hoewel in ons land de grond schaars is, en de welvaartsstijging leidt tot een vraag naar grotere en mooiere huizen, is een deel van de spanning op de huizenmarkt te verklaren door demografie. Als de geboortegolf met pensioen begint te gaan, zal een groot deel daarvan hun (grote) huis willen verlaten en dat willen vervullen voor een kleiner optrekje of direct maar voor een plaatsje in een verzorgingsflat. Omdat de cohorten die na de geboortegolf komen kleiner zijn is leegstand van de verlaten huizen niet denkbeeldig. Gevolg: de huizenmarkt stort in. Weg zeepbel.

Bij aandelen lijkt een grote crash minder denkbeeldig. Hoewel? Een deel van de grote koerswinsten kan mede gevolg zijn van de grote vraag naar aandelen door pensioenfondsen zelf de afgelopen decennia en geen verband houden met de onderliggende waarden van de bedrijven. Ook hier kan sprake zijn van een zeepbel die zal klappen als de geboortegolf met pensioen gaat. Dan zullen de pensioenfondsen hun aandelen moeten verzilveren en zal er een vloedgolf aan aandelen op de beurs aangeboden worden. Weg zeepbel.

De grote activiteit van pensioenfondsen op de aandelenmarkt doet zich in alle ontwikkelde landen voor. Als het bovenstaande horrorscenario waar is, zal de crash wereldwijd zijn, en het risico daarvan kan dan ook niet op de financiële markt afgedekt worden. Vermogenoverschotten helpen ook al niet: die smelten even hard weg als de rest van het vermogen. Ze kunnen de kwaal zelfs verergeren omdat er mettertijd des te meer aandelen verzilverd moeten worden naarmate de overschotten hoger zijn.

Behalve aan de beleggingenkant, kan er zich ook aan de verplichtingenkant een ramp voltrekken. Door de vergrijzing en de daardoor relatief afnemende beroepsbevolking, begint arbeid relatief steeds schaarser te worden. De komende jaren zal het reële loon aanzienlijk meer gaan stijgen dan in de jaren negentig en zeker in de jaren tachtig het geval was. Met andere woorden, ook de pensioenverplichtingen voor de babyboomers zal hoger uitkomen dan verwacht. Hier wrekt zich het feit dat wij in Nederland zeer uitdrukkelijk voor het eindloonstelsel hebben gekozen. Het eindloonstelsel maakt de verplichtingen gevoelig voor algemene loonstijgingen die cohorten aan het eind van hun loopbaan ondervinden. De babyboomers zullen nog een flinke stijging in hun pensioenclaim kunnen incasseren die niet gedekt zijn door premiebetalingen in het verleden. Jonge premiebetalers moeten dan bereid zijn de tekorten aan te zuiveren door hogere premies. In de (semi-)markt benadering waar bij pensioenfondsen steeds meer voor wordt gekozen, en waar individuen zelf een deel van hun 'pensioenpakket' kunnen samenstellen, zal een dergelijke intergenerationele herverdeling op problemen stuiten.

Tot slot, de vraag: wie is verantwoordelijk voor herverdeling? Het is curieus dat in ons aanvullende pensioenstelsel vele herverdelingsmechanismen verborgen zijn en tegelijkertijd de overheid vrijwel buiten spel staat. Het is bekend dat als het goed gaat met overheid, het meestal slecht gaat met de pensioenfondsen, en andersom. Als de rente laag en het loon hoog is, gaat het goed met de overheid (veel belastinginkomsten, weinig rentebetalingen), maar slecht met de pensioenfondsen (pensioenclaims stijgen, maar de opbrengst op beleggingen niet). De overheid kan dus een deel van het risico voor pensioenfondsen wegnemen. Mijn pleidooi is om het herverdelingsaspect van ons pensioenstelsel geheel aan de overheid over te laten zodat de pensioenfondsen zich meer op hun klassieke

taak kunnen richten, namelijk het zo goed mogelijk beleggen van premies en de uitkeringen te baseren op de ingelegde premies en de behaalde rendementen. Dat kan alleen als het pensioenstelsel verandert van een defined benefit in een defined contribution systeem. Dat is waarschijnlijk vele bruggen te ver in pensioenland. Het devies daar lijkt te luiden 'na ons de zondvloed'.

Zie ook K. Koedijk en M. Tamminga, [Oogsttijd in pensioenland?](#), *ESB*, 6 september 2000, blz 20

---

## **ESB-Dossier Transparante pensioenfondsen:**

---

*Ten geleide:*

J.H.R. van de Poel, [Transparante pensioenfondsen](#)

E.H.M. Ponds en T.B.M. Steenkamp, [Van vuistregels naar risico-analyse](#)

H.P. van Dalen, [De vloek en zegen van pensioeninformatie](#)

*Reactie:*

E. de Laat, [Intransparantie, een veelkoppig monster](#)

S. Head, [Marktwaaarde van pensioenen in het Verenigd Koninkrijk](#)

A. Oosenbrug, [Uitgangspunten voor het jaarverslag](#)

K. Ambachtsheer, [De Amerikaanse 'pension deal'](#)

K. Koedijk en M. Tamminga, [Oogsttijd in pensioenland?](#)

*Reactie:*

H.A.A. Verbon, [Na ons de zondvloed](#)

G.C.M. Siegelaer, [Van waardering naar toetsing](#)

C.G.E. Boender, S. van Hoogdalem, M. Vos en H. Steehouwer, [Solvabiliteit en marktwaaarde van verplichtingen](#)

*Epiloog:*

F.R. Valkenburg, [Het debat](#)

---