

## REACTIE

# Risicodeling is geen gratis lunch

In deze *ESB* bespreekt Coen Teulings de voordelen van intergenerationele risicodeling. Zijn conclusie is dat er zonder zo'n risicodeling geen goed pensioen mogelijk is. In het artikel ontbreken echter relevante tegenargumenten uit de wetenschappelijke literatuur.

**BAS WERKER**

Hoogleraar aan Tilburg University

**LEENRESTRICTIE OPHEFFEN ZONDER RISICODELING**

De eerste kanttekening bij het artikel van Teulings heeft betrekking op de zogenaamde leenrestrictie. Het opleggen van de leenrestrictie betekent dat de pensioenuitkeringen van jonge deelnemers niet voor meer dan honderd procent aan het aandelenrisico bloot kunnen staan. Teulings heeft gelijk dat, in een systeem waarin pensioen slechts geleidelijk over de hele arbeidsfase wordt opgebouwd, het welvaartsverhogend kan zijn als pensioenaanspraken van jongeren voor meer dan honderd procent aan beleggingsrisico's bloot staan. Maar hij vergist zich als hij stelt dat de optimale blootstelling aan beleggingsrisico's vereist dat het pensioenfonds geld leent van ouderen om dat voor jongeren in aandelen te beleggen.

Hét fundamentele inzicht uit de dynamische-beleggingstheorie is immers dat door dynamische-beleggingsstrategieën (vrijwel) alle gewenste blootstellingen aan beleggingsrisico's bereikt kunnen worden, ook zonder de kans te lopen op een negatief vermogen (Black en Scholes, 1973; Merton, 1973; Hansen en Richard, 1987). Dit omvat blootstellingen aan aandelenrisico van ruim boven de honderd procent. Dergelijke strategieën worden ook geïmplementeerd en zijn bijvoorbeeld bekend onder de naam *leveraged exchange-traded funds*. Ook als pensioenfondsen een puur individuele premieregeling – zonder enige vorm van intergenerationele risicodeling – hanteren, kunnen ze deze mogelijkheid aan hun deelnemers aanbieden. Het is aan beleidsmakers of ze dergelijk grote blootstellingen aan beleggingsrisico's willen, maar deze vraag staat los van de (on)wenselijkheid van intergenerationele risicodeling.

**INTERGENERATIONELE RISICODELING GEEN FREE LUNCH**

Ten tweede stelt Teulings dat door intergenerationele risicodeling pensioenen tientallen procenten hoger kunnen zijn. Hij had echter, gezien zijn argumenten, net zo goed kunnen claimen dat pensioenen verdubbeld kunnen worden, of verdriedubbeld. Intergenerationele risicodeling is geen *free lunch* en het is noodzakelijk ook de tegenargumenten in ogenschouw te nemen.

Intergenerationele risicodeling leidt tot welvaartswinst, maar ook tot de mogelijkheid dat in de toekomst een bepaalde generatie minder pensioen krijgt dan de premie die zij inlegt. Intergenerationele risicodeling wordt namelijk uitgevoerd doordat in uitkeringsovereenkomsten de dekkingsgraad meer of minder dan 100 procent kan zijn. Indien een deelnemer instroomt bij een dekkingsgraad van boven de honderd procent, dan krijgt hij, dankzij de goede rendementen in het verleden, feitelijk een subsidie op zijn premie-inleg. Andersom geldt bij een dekkingsgraad onder de honderd procent dat de deelnemer een belasting betaalt.

Welke gevolgen dit kan hebben, laat het CPB (2016) zien. Zij bekijken, onder andere, een contract met intergenerationele risicodeling door middel van collectieve buffers. Dit contract (de zogenaamde variant I-B, die ook de basis lijkt te zijn voor het recent uitgelekte concept pensioenakkoord) leidt op lange termijn tot een welvaartswinst van zeven procent,

waarvan de helft het gevolg is van intergenerationele risicodeling. Een bestudering van de bijbehorende dekkingsgraden laat echter zien dat deze in extreme situaties tot onder de vijftig procent kunnen dalen. Dat zou betekenen dat meer dan de helft van de premie-inleg van nieuwe deelnemers niet aan het eigen pensioen ten goede komt, maar wordt besteed aan het 'verzekeren' van pensioenen van bestaande deelnemers.

Het is de vraag of beleidsmakers dergelijke grote solidariteitsbijdragen acceptabel vinden. De nieuwe deelnemers zouden immers beter af zijn indien zij de intergenerationele solidariteitsafspraken verbreken. Intergenerationele risicodeling kan daarmee gezien worden als een klassieke risico-rendementsafweging: Hoeveel risico zijn we bereid door te schuiven naar toekomstige generaties? Om welvaartswinsten van tientallen procenten te krijgen, zul je ook moeten accepteren dat in de toekomst een bepaalde generatie aanmerkelijk minder pensioen krijgt dan de premie die zij moet inleggen. Deze afweging wordt besproken in Boeijen et al. (2016), Van Ewijk et al. (2014) en Werker (2017). Boelaars en Bovenberg (2018) plaatsen elders in deze *ESB* overigens andere kanttekeningen bij de hoogte van de gepresenteerde welvaartswinsten.

**TOT SLOT**

Beleidsmakers in Nederland staan voor een aantal fundamentele vragen in de stelselherziening. De wenselijkheid van het opheffen van de leenrestrictie en de gewenste mate van intergenerationele risicodeling zijn daar slechts twee van. De wetenschappelijke literatuur biedt op beide gebieden een aantal relevante inzichten. Het benoemen van deze feiten is een taak van wetenschappers; het wegen van de argumenten is de taak van beleidsmakers.

**LITERATUUR**

- Black, F. en M. Scholes (1973) The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654.
- Boeijen, D., J. Bonenkamp, L. Bovenberg et al. (2016) *De meerwaarde van risicodeling met toekomstige generaties nader bezien*. Netspar Occasional Paper, 7.
- Boelaars, I. en L. Bovenberg (2018) Voordelen risicodeling onzeker. *ESB*, 103(4762), 262–264.
- CPB (2016) *SER-varianten toekomstig pensioenstelsel: een ALM-analyse*. CPB Notitie, 7 juni.
- Ewijk, C. van, M. Lever, J. Bonenkamp en R. Mehlkopf (2014) *Pensioen in discussie. Risicodeling moeilijker / keuze binnen grenzen*. Netspar Brief 1, oktober.
- Hansen, L.P. en S.F. Richard (1987) The role of conditioning information in deducing testable restrictions implied by dynamic asset pricing models. *Econometrica*, 55(3), 587–613.
- Merton, R.C. (1973) Theory of rational option pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 4(1), 141–183.
- Werker, B. (2017) *The value and risk of intergenerational risk sharing*. Netspar Design Paper, 84.

# 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 optieprijsen (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](http://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.