

Beleggen voor ongeboren generaties

Ilja Boelaars en Roel Mehlkopf

INLEIDING

Econoom Coen Teulings stelde onlangs in het publieke debat dat Nederlandse pensioenfondsen veel meer dan nu zouden moeten beleggen in aandelen voor ongeboren generaties.¹ Hij stelt dat “ons een pot goud wacht” als zijn voorstel praktisch wordt, omdat er dan meer kan worden geprofiteerd van de risicopremie op aandelen. Noorwegen is een land waar dit de praktijk al is: het Noorse staatspensioenfonds belegt een fors deel van haar vermogen in aandelen, ruim 60%, en doet dit niet alleen voor de huidige generatie maar ook expliciet voor ongeboren generaties. Tegelijkertijd constateren we dat een staatsfonds zoals in Noorwegen een zeldzaamheid is. Bovendien is er internationaal een trend naar *defined-contribution* pensioenregelingen, waarbij er helemaal niet wordt belegd voor toekomstige deelnemers.

Deze constatering roepen de vraag op of ongeboren generaties nu al zouden willen beleggen in aandelen. En als dat zo is, dan is de vervolgvraag welke institutie het meest geschikt is om die beleggingen voor ongeboren generaties te beheren: families, de staat, pensioenfondsen of allen. Een andere vraag is of beleggen voor toekomstige generaties een spaaroverschot vereist, zoals in Noorwegen, of dat het ook gefinancierd kan

worden via de uitgifte van obligaties? Deze vragen vormen de rode draad van dit artikel.

TIJDSDIVERSIFICATIE

Op de vraag waarom ongeboren generaties nu al zouden willen beleggen in aandelen, is het antwoord samen te vatten in één term: tijdsdiversificatie. Tijdsdiversificatie werkt hetzelfde als diversificatie over verschillende beleggingscategorieën, maar dan over verschillende tijdsperiodes. Als het rendementen in opeenvolgende tijdsperiodes niet perfect gecorreleerd is, dan is het optimaal om in alle periodes te beleggen.

Vergelijk het met een belegging over een periode van twaalf maanden: je krijgt het beste resultaat als je in elke maand belegt. De maandelijkse rendementen zijn immers niet perfect gecorreleerd. Het is daarom niet optimaal om uitsluitend in juli tot en met december te beleggen in aandelen, en van januari tot en met juni niets te doen. In zijn boek “Puzzles of Finance” vat Mark Kritzman dit resultaat samen in een krachtige one-liner: “*Better 50% in stocks all the time than 100% in stocks half the time*”.²

De analogie met beleggen voor geboorte vloeit hieruit voort: het is niet optimaal om uitsluitend te beleggen als je leeft, en niet te

Ilja Boelaars MSc
FRM (I)
Promovendus bij
University of Chicago

Roel Mehlkopf PhD (r)
Postdoctoraal
onderzoeker bij Tilburg
University en adviseur
bij Cardano Risk
Management



beleggen vóór je geboorte. Alleen gaat het hier dus om opeenvolgende periodes van decennia, in plaats van maanden. Deze tijdsdiversificatie maakt het mogelijk om – via een verlenging van de beleggingshorizon – hetzelfde verwachte rendement te halen met minder risico. Of meer verwacht rendement met hetzelfde risico. In deze definitie betekent tijdsdiversificatie overigens niet dat de risico's rondom beleggen in aandelen op lange termijn verminderen of verdwijnen door mean-reversion in aandelenrendementen of iets dergelijks. Nee, het gaat hier om het verlengen van de beleggingshorizon.

De Franse econoom Christian Gollier geeft een formele afleiding van dit resultaat in zijn boek “The Economics of Risk and Time”.³ In zijn latere onderzoek uit 2008 becijfert hij dat de het zekerheidsequivalent⁴ van het jaarlijkse rendement stijgt van 3,2% naar 3,8% als er wordt belegd voor ongeborenen. Cumulatief over de levensloop levert dit een substantieel voordeel op. Coen Teulings komt in zijn studie met Casper de Vries uit 2006 tot vergelijkbare grote winsten.⁵ Dit is de “pot goud” die Coen Teulings aanhaalt.

HET 'JUISTE' MODEL

De wetenschap is echter niet onverdeeld over de implicatie dat het voor ongeborene generaties aantrekkelijk is als we nu al fors voor hen beleggen in aandelen. Er valt namelijk nog wel het een en ander aan te merken op het economische model dat Coen Teulings en Christian Gollier hanteren. Teulings geeft dit zelf ook toe.⁶ Wij lieten in een wetenschappelijk paper bijvoorbeeld zien dat onder andere veronderstellingen het advies om te beleggen voor toekomstige generaties ook juist wel eens heel verkeerd zou kunnen uitpakken.⁷

Wat speelt hier precies? Het model dat wordt gehanteerd door Teulings en Gollier negeert de samenhang tussen de risico's op de arbeidsmarkt en kapitaalmarkt. Echter, risico's op de kapitaalmarkt staan niet op zichzelf. Een negatieve economische schok, zoals de kredietcrisis uit 2008 of de grote depressie uit 1929, zorgt niet alleen onmiddellijk voor slechte rendementen op kapitaalmarkten. Het gaat tevens gepaard met een lagere economische groei en een verslechtering van de arbeidsmarkt gedurende een substantiële periode. Sterker nog: het is waarschijnlijk dat de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt een voorafschaduw zijn van toekomstige ontwikkelingen in de reële economie in het algemeen, en de arbeidsmarkt in het bijzonder. Op de wat langere termijn beweegt de arbeidsmarkt dus mee met de kapitaalmarkt.

Een studie van de economen Luca Benzoni, Pierre Collin-Dufrense en Robert Goldstein uit 2007 geeft hiervoor een theoretische onderbouwing. Ze presenteren er ook empirische ondersteuning voor op basis van Amerikaanse data.⁸ Deze samenhang is lastig om empirisch aan te tonen, maar de auteurs vinden dat de samenhang tussen de aandelen- en arbeidsmarkt plaatsvindt op een horizon van 5 tot 20 jaar.⁹

Een positieve samenhang heeft belangrijke implicaties voor de vraag of het aantrekkelijk is om in aandelen te beleggen voor

ongeborene generaties. Deze generaties hebben via hun toekomstig arbeidsinkomen dan immers te maken met gecorreleerde risico's op de toekomstige arbeidsmarkt. Daardoor dreigen toekomstige generaties tweemaal de klos te worden in een slecht economisch scenario: ze worden niet alleen getroffen door slechte omstandigheden op de arbeidsmarkt, maar ze krijgen ook tegenvallende beleggingsresultaten doorgeschoven. Dit kan een onwenselijke situatie zijn, omdat toekomstige generaties met te veel macro-economisch risico worden opgezadeld als we nu al voor hen beleggen in aandelen.

Welk model het 'juiste' is, is lastig te bepalen en blijft vooralsnog subjectief. Wat ons betreft past ons als economen op dit punt vooralsnog daarom bescheidenheid.¹⁰ Een belangrijke les uit het verleden is immers dat economische modellen de plank mis kunnen slaan. Bij beleidsadviezen die zo verstrekkend zijn als wat Teulings voorstelt – honderden miljarden investeren in risicovolle beleggingen namens toekomstige generaties – is robuustheid essentieel en moeten we ons niet blind staren op één model van de werkelijkheid.

INSTITUTIES

Het is dus nog een onbesliste academische discussie óf ongeborene generaties nu al zouden willen beleggen in aandelen. Maar stel nu dat we dit wél zouden willen doen. Dan is de vervolgvraag welke institutie het meest geschikt is om dit te implementeren: families, de staat, of pensioenfondsen. Elk van deze drie instituties leven langer dan een mensenleven, en kunnen het daardoor mogelijk maken om nu al te beleggen voor toekomstige generaties. Dit is niet mogelijk met uitsluitend financiële markten, waar alleen mensen die op dit moment leven met elkaar kunnen handelen. Financiële markten worden dus gekenmerkt door een biologische handelsrestrictie. We hebben dus één of meerdere van de drie langlevende instituties nodig om die biologische restrictie op te heffen. We bespreken deze drie instituties.

FAMILIES

Families zijn de “oudste” van deze drie instituties: ze zijn er al sinds de mensheid zelf. Binnen families worden erfenissen nagelaten door oudere generaties aan jongere generaties. Als de toekomstige omvang van erfenissen afhangt van huidige beleggingsresultaten, dan zijn toekomstige generaties impliciet blootgesteld aan huidige beleggingsrendementen. Rijke families kunnen via erfenissen beleggingsrendementen spreiden over meerdere opeenvolgende generaties.

Toch zijn er beperkingen aan overdrachten binnen families. De eerste beperking is dat de omvang van erfenissen niet binnen alle families omvangrijk is. Een aanzienlijk deel van de families bouwt nauwelijks een erfenis op. Een tweede beperking is dat het niet mogelijk is om een negatieve erfenis achter te laten. Dat beperkt de mogelijkheden om beleggingsrisico's te nemen voor toekomstige generaties. Gezien deze twee beperkingen kan het zinvol zijn als de overheid of pensioenfondsen ook beleggen voor toekomstige generaties.

OVERHEID

Ook de overheid kan beleggen voor toekomstige generaties. Een voorbeeld is Noorwegen, waar het Norges Bank Investment Management (NBIM) het vermogen beheert en belegt voor het Noorse staatsfonds. Via dit fonds komen de opbrengsten uit oliewinning niet alleen ten goede aan huidige generaties, maar ook aan toekomstige generaties. Het staatsfonds is niet alleen gericht op het herverdelen van geld over generaties, maar ook op beleggen “over generaties heen”. Niet de opbrengsten uit olie zelf, maar de opbrengsten van met olie-geld gekochte effecten stromen jaarlijks naar de Noorse schatkist.

Nationale beleggingsfondsen zoals die in Noorwegen zijn echter zeldzaam, en goed werkende helemaal vanwege de noodzaak tot strenge discipline en strakke governance... Nederland had een dergelijk fonds kunnen opbouwen vanuit de gasbaten, maar heeft ervoor gekozen om gasbaten rechtstreeks in de schatkist te laten lopen. Wel is er in Nederland een spaarfonds AOW opgericht in de jaren 90, met als doel om vermogen op te bouwen als voorbereiding op de vergrijzing. Het fonds was echter volledig belegd in Nederlandse staatsobligaties. Daarmee is het feitelijk niets meer dan een papieren boekhoudexercitie van de Nederlandse staat.

De Verenigde Staten hebben iets vergelijkbaars: de Social Security Trust Funds. Deze hebben een omvang van zo'n 3,000 miljard dollar en zijn volledig belegd in Amerikaanse staatsobligaties. Er zijn eind jaren 90 discussies in de VS om dit vermogen deels te beleggen in aandelen. Dit stuitte echter op principiële bezwaren van sommige Amerikaanse economen en politici, die stelden dat dit zou leiden tot een gedeeltelijke “nationalisering” van de private sector als de overheid aandelen van bedrijven opkoopt. De Amerikaanse Social Security Trust Funds zijn daarom nog steeds volledig belegd in Amerikaans staatspapier. Dit vermogen zal naar verwachting in het jaar 2034 volledig leeggelopen zijn. Staatsfondsen komen dus in praktijk moeilijk tot stand. Noorwegen lijkt een uitzondering te zijn.

Naast overheidsfondsen zijn ook de endowments van enkele Amerikaanse elite universiteiten een voorbeeld van langlevende instituten die een spaaroverschot beleggen in aandelen met een lange beleggingshorizon. Deze universiteiten zijn daardoor ook in staat om te beleggen “over generaties heen”.

Voor de overheid vereist beleggen voor toekomstige generaties echter geen spaaroverschot. Een staatsfonds kan in beginsel altijd worden opgezet, ook zonder een spaaroverschot uit bijvoorbeeld olie- of gasbaten. De overheid kan immers altijd een staatsfonds opzetten en dit financieren via uitgifte van staatsobligaties. Als er het geloof is dat het ons als samenleving “een pot goud” oplevert, dan is er in feite geen fundamentele belemmering om een staatsfonds op te zetten.

PENSIOENFONDSEN

En dan de laatste institutie: pensioenfondsen. Een pensioenfonds belegt in formele zin uitsluitend voor de huidige generaties van deelnemers. Toekomstige deelnemers hebben nog geen

pensioenaanspraken opgebouwd. Toch beleggen pensioenfondsen economisch gezien óók voor toekomstige generaties. Huidige tekorten en overschotten worden immers voor een deel doorgeschoven naar toekomstige deelnemers via een spreidingsperiode. Pensioenfondsen kunnen dus via een positieve of negatieve buffer de huidige beleggingsresultaten doorschuiven naar toekomstige generaties. Op die manier beleggen ze impliciet óók voor ongeborenen.

Overigens is de hoeveelheid risico die op deze manier voor toekomstige generaties wordt genomen in de huidige situatie – met een 10-jaars spreidingsperiode – slechts een fractie van wat volgens de modellen van Gollier en Teulings en de Vries optimaal zou zijn.¹¹ Teulings pleit dan ook voor dat pensioenfondsen ruimte zouden moeten krijgen om nog veel meer risico te nemen door beleggingen in aandelen te vergroten. Dit leidt tot grotere positieve en negatieve buffers, die via een langere spreidingsperiode naar toekomstige deelnemers worden geschoven.

Bovenop de vraag of meer risico nemen überhaupt wenselijk is, is een belangrijk twistpunt hier of zo'n intergenerationeel contract voor ongeboren generaties wel politiek houdbaar is. Wie zegt dat huidige generatie de winst eerlijk doorgeeft aan toekomstige generaties als het juist goed gaat? Als er een financieel overschot is, dan zijn huidige generaties beter af als ze de buffer voor zichzelf houden, hetzij door de huidige uitkering te verhogen hetzij door het fonds te sluiten voor nieuwe deelnemers. Het gevaar van procrastinatie ligt immers altijd op de loer. De huidige generaties hebben in een pensioenfonds de macht. Dat levert het gevaar op voor toekomstige generaties dat ze wel met de tekorten worden opgescheept, maar niet of nauwelijks profiteren van de overschotten in goede tijden.

En andersom: als beleggingsrendementen tegenvallen, wie zegt dat toekomstige generaties de verliezen dan wel willen dragen? Dit is een risico voor de huidige generaties. Nieuwe generaties hebben er dan belang bij deelname aan de pensioenregeling te ontlopen, zodat ze niet hoeven op te draaien voor het financiële tekort. Er is daarom een verplichtstelling nodig en zo'n verplichtstelling kan per definitie alleen worden opgelegd en afgedwongen door de overheid.

Het wezenlijke verschil tussen beleggen voor toekomstige generaties via een staatsfonds of via pensioenfondsen is dan ook eigenlijk vooral op welk niveau deze verplichtstelling opereert: arbeidsvoorwaardelijk (pensioenfondsen) of landelijk (staatsfonds). En voor welk deel van de toekomstige generaties we precies willen beleggen: alleen toekomstige werknemers in een aantal sectoren (pensioenfondsen) of alle toekomstige burgers (staatsfonds).

Door pensioenfondsen als decentrale uitvoerders van het beleggen voor toekomstige generaties aan te wijzen, ontstaat het probleem dat toekomstig deelnemers de fondsen met tekorten kunnen ontwijken door hun keuzes op de arbeidsmarkt. Inhaalpremies kunnen door werknemers worden omzeild door te

veranderen van werkgever (in het geval van een ondernemingspensioenfonds), te wisselen van bedrijfstak (in het geval van een bedrijfstakpensioenfonds), of zelfstandige (bijvoorbeeld zzp'er) te worden. Vanwege de arbeidsmobiliteit tussen sectoren en bedrijven, en het toenemend aantal zelfstandigen, is het daarom de vraag of Nederlandse pensioenfondsen toekomstige deelnemers kunnen committeren bij een groot financieel tekort. En daar komt bij dat bedrijven – en zelfs bedrijfstakken – niet altijd het eeuwige leven hebben in een economie die wordt gekenmerkt door “creative destruction”. Beleggen voor toekomstige generaties is daarom in principe beter te bewerkstelligen in een nationaal fonds.

CONCLUSIE

We concluderen dat het maar zeer de vraag is of ongeboren generaties al zouden willen beleggen in de aandelenmarkt van vandaag. Dit hangt sterk af van welk economisch model het ‘juiste’ is. Dit is lastig te bepalen en blijft voornamelijk subjectief. Daarom past ons als economen, wat ons betreft, op dit punt voornamelijk bescheidenheid. Als het al zo is dat we meer willen beleggen voor ongeboren generaties, dan is maar zeer de vraag of een ondernemings- of bedrijfstakpensioenfonds de aangewezen institutie is om deze aandelenbeleggingen voor ongeborenen te beheren. Een staatsfonds lijkt hiervoor beter gepositioneerd.

Onze studie is vooral theoretisch van aard. Bij een nadere studie op dit vlak zijn er diverse aspecten die kunnen verdiept. Zo is het nuttig om lessen te trekken uit praktijkvoorbeelden van staatsfondsen, zowel gevallen die goed uitpakken als mede mislukkingen uit het verleden. Daarnaast is een verdiepende analyse op het vlak van gedragsaspecten en governance essentieel. Scenariodenken is daarbij een belangrijk instrument voor het verkrijgen van inzichten. Het is immers belangrijk om niet alleen te kijken naar het scenario met continuïteit, zoals in de meeste theoretische modellen, maar óók scenario's met discontinuïteit. Het gaat dan om het scenario waarin de huidige generatie een overschot niet eerlijk wil doorgeven, én het scenario waarin een nieuwe generatie bij een tekort niet wil instappen.

In dat laatste scenario speelt “wrong way risk” een belangrijke rol. Dit is het risico dat als er één ding fout gaat, het andere ook fout gaat. In een scenario met een groot financieel tekort is er het risico dat een tekort volledig neerslaat bij een pechgeneratie die als laatste is ingestapt. Continuïteit heb je het hardst nodig in een scenario met een financieel tekort om de pijn te verdelen tussen huidige en toekomstige generaties. Maar in dit scenario is de kans op discontinuïteit juist erg groot. In de context van beleggen over generaties heen wordt nog wel eens gesproken over “het voorkomen van pech en geluksgeneraties”. Maar het kan dus juist ook een pechgeneratie creëren.

Literatuur

- Benzoni, L., P. Collin-Dufresne en R.S. Goldstein, 2007, Portfolio Choice over the Life-Cycle when the Stock and Labor Markets Are Cointegrated, *Journal of Finance*, vol. 62 nr. 5: 2123-2167.
- Boelaars, I. en R. Mehlkopf, 2019, Solidariteit hoeft niet te verminderen bij persoonlijke pensioenpotten, *Financieel Dagblad*, 18 april 2019.
- Bohn, H., 2009, Intergenerational Risk Sharing and Fiscal Policy, *Journal of Monetary Economics*, vol. 56 nr. 6: 805-16.
- Boelaars, I., R. Cox, M. Lever en R. Mehlkopf, 2014, What is the value of “Collective” in Collective DC?, *Netspar Academic Paper*, DP-11/2014-089.
- Boelaars, I. en R. Mehlkopf, 2018, Optimal risk-sharing in pension funds when stock and labor markets are co-integrated, *DNB Working Paper* 595. Artikel op https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20No.%20595_tcm47-376238.pdf.
- Bovenberg, A.L. en R. Mehlkopf, 2011, Hoe snel moeten pensioenfondsen herstellen? Een aantal overwegingen. *TPE Digitaal*. Artikel op https://www.tpedigitaal.nl/sites/default/files/bestand/hoe_snel_moeten_pensioenfondsen_herstellen_een_aantal_overwegingen.pdf.
- Gollier, C., 2001, *The Economics of Risk and Time*, MIT press.
- Gollier, C. 2008, Intergenerational risk sharing and risk-taking of a pension fund, *Journal of Public Economics*, vol. 92 nr. 5-6: 1463-1485.
- Kritzman, M., 2000, *Puzzles of Finance*, Wiley Finance.
- Teulings, C.N., 2019, Als we de pensioenhervorming goed aanpakken, wacht ons een pot goud, *Financieel Dagblad*, 4 april 2019.
- Teulings, C.N. en A.L. Bovenberg, 2019, Waarover wij het eens en oneens zijn in de pensioendiscussie, *ESB*, vol. 104 nr. 4771: 126-129.
- Teulings, C.N. en C.G. de Vries, 2006, Generational accounting, solidarity and pension losses, *De Economist*, vol. 154 nr. 1: 63-83.

Noten

- 1 Zie Teulings (2019).
- 2 Zie Kritzman (2000).
- 3 Zie Gollier (2001).
- 4 Het zekerheidsequivalent representeert het zekere rendement dat een belegger eenzelfde nutswaarde oplevert als het onzekere rendement op aandelen, gegeven een bepaalde veronderstelling over de nutsfunctie en het aandelenrendement. Gollier (2008) veronderstelt een relatieve risicoaversie van 5, een verwacht jaarlijks overrendement op aandelen van 3,9%, en een jaarlijkse volatiliteit van het aandelenrendement van 13,6%.
- 5 Zie Teulings en de Vries (2006).
- 6 Zie Teulings en Bovenberg (2019).
- 7 Zie Boelaars en Mehlkopf (2018).
- 8 Zie Benzoni et al. (2007).
- 9 Het betreft hier de halfwaardetijd van de snelheid waarmee het (stationaire) proces van de ratio van lonen over dividenden in verwachting terugkeert na een lange-termijn gemiddelde na een schok. Als de grote depressie wordt meegenomen in de calibratie, dan is er een sterke samenhang en wordt de halfwaardetijd geschat op 5 jaar. Wordt er uitsluitend gekeken naar data na de Tweede Wereldoorlog, dan is deze halfwaardetijd aanzienlijk langer, namelijk 20 jaar, en kan statistisch niet worden verworpen dat er géén samenhang is (geen stationariteit). De theoretisch onderbouwing is dus sterker dan het empirisch bewijs.
- 10 Zie Boelaars en Mehlkopf (2019).
- 11 Zie Boelaars et al. (2014).