

Vergrijzing is fantastische uitdaging

DOOR JOOST VAN MIERLO

De wereld vergrijst in hoog tempo. Het vinden van manieren om deze ouder wordende bevolking van een acceptabel pensioen te voorzien vraagt om innovatieve oplossingen.

De Amerikaanse Nobelprijswinnaar Prof. Robert C. Merton houdt zich er graag mee bezig. Klagen over een wereld waarin de rente laag is, is wat hem betreft totaal zinloos. 'Je gaat in Londen ook niet klagen dat het regent', zegt Merton in het Londense kantoor van de Amerikaanse vermogensbeheerder Dimensional, waar toevallig de zon schijnt. 'Maar je kunt wel uit voorzorg een paraplu meenemen.' Merton is bij Dimensional in dienst als 'Resident Scientist', een bewijs van de wetenschappelijke benadering die Dimensional voorstaat als het gaat om haar beleggingsbeleid.

Het leven van Robert Merton staat in het teken van het fenomeen risico. Om precies te zijn: hij tracht te begrijpen hoe risico's kunnen worden beheerst. Als medesamensteller van de Black-Scholes-Merton formule ontving hij in 1997 de Nobelprijs voor Economie. Dankzij het rekenwerk van onder andere Merton werd het mogelijk om opties te waarderen: een revolutionaire ontwikkeling waar het gaat om het beheersen van risico's.

Merton is echter niet alleen een begenadigd wetenschapper. Hij is een van de meest geliefde hoogleraren aan eerst MIT en daarna Harvard. Al snel wordt duidelijk waarom. Merton is een gepassioneerd verteller. Hij is ook een man van de praktijk. Al bijna vijftig jaar is hij als adviseur en belegger betrokken bij diverse vermogensbeheerders en hedge funds. Merton is altijd op zoek naar manieren om de sector beter aan te laten sluiten bij de wensen van de consument. Bij Dimensional houdt hij zich vooral bezig met het pensioenprobleem, of zoals Merton het noemt: de pensioencrisis.

Waarom noemt u het een crisis?

'We hebben te maken met een vergrijzende bevolking. Japan weet er alles van, maar dat geldt ook voor de Verenigde Staten. In China is de situatie ernstiger dan in de Verenigde Staten vanwege de één-kind politiek. Maar wat

Het is natuurlijk fantastisch dat we langer leven. Ik ben de eerste die dat zal beamen.

mensen zich niet realiseren, is dat het probleem in Zuid-Korea groter is dan in China en in Taiwan weer groter dan in Zuid-Korea. Het is in feite een probleem waar we overal mee te maken hebben.

Ik zeg probleem, maar het is natuurlijk fantastisch dat we langer leven. Ik ben de eerste die dat zal beamen. Maar we willen op een zeker moment stoppen met werken en daarna een zekere levensstandaard handhaven.'

Een zekere levensstandaard. Dat klinkt betrekkelijk subjectief.

'En dat is het ook. Maar als je het aan mensen vraagt, dan betekent het dat ze de levensstandaard van de laatste fase van hun werkzame leven willen handhaven. Dus niet van het moment dat ze student waren, of toen ze opgroeiende kinderen hadden.

Dat is echter niet het belangrijkste inzicht. Bij traditionele pensioenfondsen werd ervan uitgegaan dat er een pot met geld beschikbaar moest zijn waaruit dit pensioen zou kunnen worden gefinancierd. Maar zo werkt het in de praktijk niet. Iemand heeft bijvoorbeeld jaarlijks 20.000 x, een denkbeeldige valuta, nodig om rond te komen. En die 20.000 x per jaar moet waardevast zijn, dus meebewegen met de inflatie. Het gaat met andere woorden om de inkomstenstroom. Maar dat is niet de manier waarop pensioenfondsen ernaar kijken. Of in ieder geval niet zoals ze er in het verleden naar keken. In het verleden was vooral het rendement dat werd behaald van belang.'

Kunt u een voorbeeld geven?

'Laten we zeggen dat je twee pensioenfondsen hebt. De een behaalt een rendement van 25%, maar de dekkingsgraad, de verhouding tussen de bezittingen en de toekomstige verplichtingen van het pensioenfonds, daalt. Het andere pensioenfonds behaalt een rendement van 4%, maar de dekkingsgraad stijgt. Misschien dat de beheerder in het eerste geval het gevoel heeft dat hij beter heeft gepresteerd, maar hij heeft toch een lastiger verhaal te vertellen aan de bestuurders van het fonds.'

De verplichtingen zijn relevanter dan het rendement?

'Precies. Het gaat erom de juiste doelstelling te formuleren en de juiste risico's te beheersen. Het is een inzicht dat me bezighoudt sinds ongeveer 2004/2005. Ik voorspelde indertijd dat de DB (Defined Benefits, JvM) pensioen-systemen niet gehandhaafd zouden kunnen worden. Een bedrijf als GM was kwetsbaarder als gevolg van de pensioen-portefeuille dan vanwege het strategische beleid rondom auto's. Dat was niet te handhaven. Dat is gebeleden. DB-pensioensystemen zijn in veel gevallen onbetaalbaar geworden.'

Heeft het niet vooral te maken met het feit dat de reële rente vanaf dat moment extreem laag was? Het was eenvoudigweg onmogelijk om een aantrekkelijk rendement te behalen.

'De reële rente kan niet zomaar gemanipuleerd worden. De Bank of England, of welke centrale bank ook, kan de officiële rente van de ene op de andere dag met 500% verhogen. Op korte termijn zal dat de rente beïnvloeden, maar het is niet mogelijk, zelfs niet voor de grootste centrale banken, om de rente, de reële rente, blijvend te beïnvloeden. We hebben nu al bijna veertig jaar te maken met een lage en dalende reële rente. In al die jaren is voortdurend gezegd dat dit niet vol te houden zou zijn, maar als je in obligaties was blijven beleggen, had je een heel aantrekkelijk, om niet te zeggen fantastisch, rendement behaald.'

Is dit niet een manier om te zeggen dat de markt efficiënt is? Daar wordt tegenwoordig behoorlijk aan getwijfeld.

'Ik zal niet zeggen dat de markt altijd gelijk heeft, maar het is niet iets dat zomaar uit de lucht komt vallen. De markt is het gevolg van de beslissingen op een bepaald moment van miljoenen individuen en talloze grote institutionele beleggers. Die hebben ieder voor zich hun eigen speciale kennis, maar de markt bundelt al die kennis. De markt is niet alwetend, maar verzamelt wel informatie die geen enkele individuele participant heeft. Het is niet erg relevant in mijn ogen om je af te vragen of de markt volledig efficiënt is. Iedereen heeft daar zijn eigen mening over, maar het is wat het is. Het is moeder natuur.'

Maar de meeste rendementen staan intussen onder druk. Dat is toch een probleem?

'Het maakt beleggen lastig. Je moet immers rekening houden met onverwachte en ongewenste uitkomsten. Dat is de reden om naar alternatieven te zoeken. Ik zeg tegen beleggers: Als een DB-systeem niet te betalen is en een DC-systeem (Defined Contributions) onwenselijk, wat is dan plan C?'

Het gaat erom de juiste doelstelling te formuleren en de juiste risico's te beheersen.

En wat is plan C?

'Het gaat om beleggingen met een verzekeringscomponent. Dat valt het beste te illustreren aan de hand van een voorbeeld van de energiemarkt in Californië. Twintig jaar geleden had de staat een probleem met de energierekening. De prijzen stegen enorm. Er was het gevaar dat de staat failliet zou gaan. Het was noodzakelijk de risico's te beheersen. Er zijn twee mogelijke oplossingen. De staat kan een bepaalde cap, een maximumprijs, bedingen. Daar zitten geen onmiddellijke kosten aan vast. Het is fantastisch als



CV

- 1944 Geboren in New York City
- 1970 Ph.D economie MIT
- 1970 Hoogleraar MIT
- 1973 Theory of rational option pricing
- 1990 Continuous-Time Finance
- 1993 Mede-oprichter Long Term Capital Management
- 1997 Nobelprijs Economie
- 1997 Financial Economics
- 1998 Hoogleraar Harvard
- 2009 Residential Scientist Dimensional

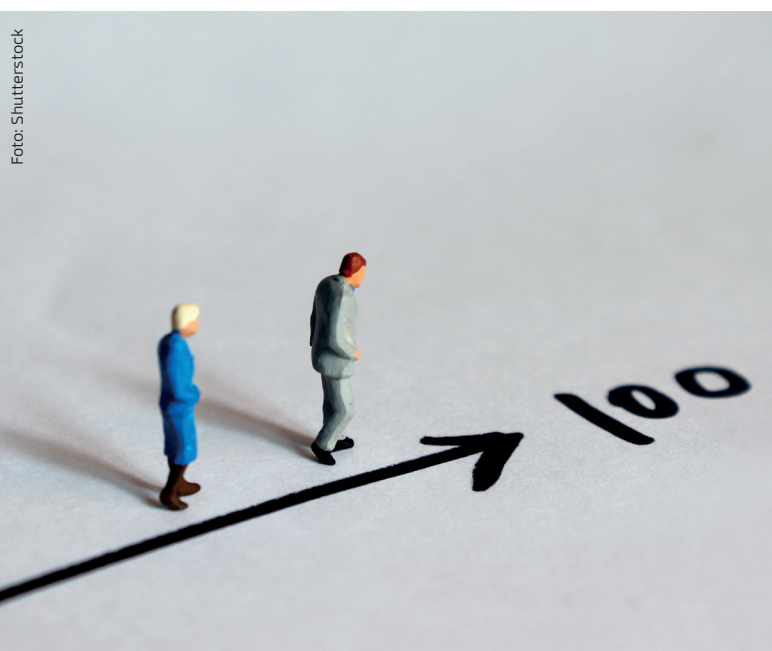


Foto: Shutterstock

de energieprijzen blijft stijgen, maar als politicus heb je een probleem als de energieprijzen daalt. Je moet immers de van tevoren afgesproken hogere prijs betalen. Dat kan om enorme bedragen gaan. Het alternatief is een verzekering. Dat kost nu geld, maar als er in de toekomst lagere prijzen gelden, hoeft er niets extra's te worden betaald.'

Maar mensen zullen nog steeds klagen over de hoge rekening van de premie die is betaald.

'Dat denk ik niet. De kosten zijn onderdeel van de begroting. Ze zijn goedgekeurd. Volgens mij klaagt niemand over de hoogte van de inboedelverzekering, ook al is er geen claim ingediend. Mensen begrijpen het principe van verzekeren.'

Hoe zou dat werken voor pensioenen?

'Het gaat erom dat je je realiseert dat de hoogte van het geldbedrag in de pot niet het meest cruciale is. Het gaat erom dat een bepaalde inkomstenstroom gedurende een bepaalde periode wordt gerealiseerd. Een verzekering kan betekenen dat er niet meer geld wordt verdiend dan beoogd, maar kan zorgen voor de zekerheid dat de inkomstenstroom niet onder een gewenst niveau terechtkomt.'

Maar het gaat er natuurlijk nog altijd om dat er voldoende wordt gespaard. De premie van de verzekering zou oneindig hoog worden als de besparingen te laag zijn.

'Dat klopt. Als iemand in het verleden een levensverwachting had van 75 jaar, op zijn 25-ste begon te werken en met 65 jaar met pensioen wilde gaan, moest deze 25% van zijn inkomen sparen. Als de levensverwachting naar 85 jaar stijgt moet de spaarquote stijgen naar 33%. Daar kan iemand voor kiezen. Een alternatief is om langer te werken, tot het moment dat de spaarquote weer 25% is. Dat zijn

De hoogte van het geldbedrag in de pot is niet het meest cruciale. Het gaat erom dat een bepaalde inkomstenstroom gedurende een bepaalde periode wordt gerealiseerd.

individuele keuzes of keuzes waar landen met collectieve pensioenen gezamenlijk voor moeten kiezen.'

Het alternatief is natuurlijk dat er een hoger rendement wordt behaald.

'Ja, maar zo'n hoger rendement komt niet uit de lucht vallen. Je kunt wel een hoger rendement beloven, maar dat betekent dat er meer risico's genomen worden. Dat kan makkelijk verkeerd uitpakken. Wee de belegger die in 1990 besloot om in Japanse aandelen te beleggen. De Nikkei-index stond indertijd op 39.000 punten. Zes jaar geleden stond de index op iets meer dan 8.000 punten. Intussen is deze gestegen naar 24.000. Maar het betekent dat de belegger van 1990 nog altijd tegen een verlies van 40% aankijkt.'

Dat is een extreem voorbeeld.

'Natuurlijk is het een onwaarschijnlijk scenario, maar het is goed om je te realiseren dat rendement niet uit de lucht komt vallen. Men kan naar een hoger rendement streven door meer risico te nemen, maar dat betekent dat de kans op ongewenste resultaten groter wordt. Dat is de realiteit.'

Meer sparen dus, of langer werken. In Nederland wordt er oeverloos over gesproken. Maar het is geen eenvoudige boodschap voor politici.

'Maar het is hun vak. Een loodgieter moet loodgieten, een taxichauffeur brengt mensen van A naar B, en politici moeten mensen uitleggen dat er belangrijke keuzes moeten worden gemaakt. Ik heb daar geen enkel medelijden mee. Maar ik ben er ook niet pessimistisch over. Er is aanzienlijke vooruitgang geboekt. Ik beschouw mezelf als een rationele optimist. We zullen uiteindelijk doen wat we moeten doen.' «

Tijdens pensioen moet de levensstandaard in de laatste fase van het werkzame leven worden geëvenaard

Het is cruciaal om een afdoende inkomstenstroom te realiseren, niet een bepaalde zak met geld

Men kan strategieën introduceren om de risico's van het niet behalen van het doel te verminderen