

Klimaatbeleid pensioenfondsen in strijd met de Tinbergen-regel

De pensioensector staat voor een van de grootste stelselwijzigingen in haar geschiedenis. Financial Investigator vroeg Sweder van Wijnbergen, econoom, topadviseur, en al jaren een scherp criticus van zowel toezichthouders als politici, wat de uitdagingen zijn van het nieuwe stelsel, en wat hij vindt van de voorliefde van veel pensioenfondsen voor duurzaamheid en passief beleggen.

Door Harry Geels

Wat vindt u van het nieuwe pensioenstelsel? Wat zijn volgens u de belangrijkste aandachtspunten bij de migratie van het oude naar het nieuwe systeem?

‘Het was hoognodig dat we een nieuw systeem kregen. Het oude systeem voldeed niet. Het was weinig transparant: niemand kon eigenlijk goed uitrekenen wat iemands aandeel in de pensioenpot precies was. Er zaten in het oude stelsel feitelijk ‘undefined property rights’ en dat gaf conflicten. Als een deelnemer vond dat hij ergens recht op had, waren er geen goede manieren om het geschil te beslechten. Het systeem was opgezet om nominale uitkeringen te garanderen, maar mensen verwachtten ook inflatiecorrecties die de fondsen niet konden leveren: daar was de premie niet op afgesteld. Over de rekenrente werd constant gediscussieerd en die werd in de loop van de tijd ook aangepast: eerst een vaste rekenrente, toen een marktrente, en toen die te veel door de ECB werd beïnvloed – lees: te laag gehouden – kwam de UFR-methode.

Wouter Koolmees had destijds schoon genoeg van de kritiek op het systeem en heeft terecht de trein richting de inmiddels door de Tweede Kamer aangenomen Wtp in gang gezet. Een systeem omgooien is overigens nooit eenvoudig,

de hele migratie is onderschat. Het oude systeem is inmiddels een ingewikkelde boekhoudkundige draak die door meer dan 90% van de deelnemers niet begrepen wordt. Het nieuwe systeem heeft het voordeel dat iedere deelnemer straks precies weet wat hij heeft: per leeftijdscohort je inleg plus behaald rendement. Dit is zonder meer de minst conflictueuze oplossing. Jongeren kunnen meer risico nemen en er komen waarschijnlijk ook meerdere vormen van beleggen, dus een zekere keuzevrijheid per leeftijdscategorie. Iedereen krijgt beter inzicht in de ontwikkeling van het pensioenvermogen en dat levert naar verwachting ook meer betrokkenheid van de deelnemers op.’

En zal dit op totaalniveau leiden tot een andere manier van beleggen?

‘Ja, deels zelfs vrij radicaal, zou ik zeggen. In het oude systeem hadden pensioenfondsen enorme nominale verplichtingen. Daardoor moesten zij vooral het

renterisico afdekken: een lage rente impliceert immers een hoge waarde van die verplichtingen. Daarom moesten ze onder andere veel langlopende obligaties aanhouden en actief zijn in rentederivaten, vaak in illiquide markten. De overstap naar het nieuwe stelsel, waarin die

‘Pensioenfondsen zijn er om pensioenen te leveren, niet om woningbouwproblemen op te lossen.’

CV

Sweder van Wijnbergen

Sweder van Wijnbergen behaalde in 1980 zijn PhD aan Massachusetts Institute of Technology (MIT) en werkte daarna 12 jaar lang als Econoom bij de Wereldbank. In 1992 werd hij Professor aan de Universiteit van Amsterdam, een functie die hij vervulde tot aan zijn emeritaat, onderbroken door zijn aanstelling als Secretaris-Generaal bij het Ministerie van Economische Zaken tussen 1997 en 2000.



verplichtingen niet langer hoeven te worden afgedekt, kan wel betekenen dat de markt voor Nederlandse staatsleningen tijdelijk ontregeld raakt.'

Pensioenfondsen en verzekeraars zijn steeds groter geworden en de consolidatieslag lijkt nog verder te gaan. Is dat een goede ontwikkeling?

'Die consolidatieslag is onvermijdelijk. Risicodelen wordt eenvoudiger als je dat met meer mensen doet. Daarnaast zijn de administratieve en managementkosten van kleinere aanbieders relatief hoger dan die van grotere. De steeds grotere schaal verlaagt uiteindelijk natuurlijk wél de onderlinge concurrentie. De vraag is echter of concurrentie, vooral in de pensioensector, wel nodig is. Een mooi voorbeeld is Chili, waar ze ooit een DC-systeem hadden geïntroduceerd voor individuen – niet met cohorten zoals in de Wtp – met veel concurrentie tussen de verschillende fondsen. Daardoor gingen fondsen adverteren om klanten te lokken. Een Amerikaanse econoom rekende toen voor dat het Chileense pensioensysteem driemaal zo duur was geworden als de Amerikaanse sociale zekerheid. Wat betreft de financiële markten is het waarschijnlijk goed dat onze pensioenfondsen minder in Nederlands staatspapier en rentederivaten gaan handelen. Soms wordt pensioenfondsen verweten dat ze allemaal op dezelfde manier beleggen en dat dit de fundamentele prijsvinding niet ten goede komt. Maar dat geldt eigenlijk voor alle grote vermogensbeheerders. Er is een soort trek naar het midden, vooral bij de grootste beheerders zoals BlackRock en Vanguard. We zijn steeds meer benchmarkgedreven geworden, want afwijkingen van het gemiddelde betekenen carrièrerisico. Als je op het gemiddelde zit, doet de bestuurder het goed, zo is de gedachte.'

Er is politieke discussie over de vraag of pensioenfondsen meer in eigen land zouden moeten investeren, bijvoorbeeld in woningbouw of in het ondersteunen van Nederlandse bedrijven, terwijl deze beleggers in de afgelopen decennia juist meer wereldwijd zijn gaan spreiden.

'De druk van de lokale politiek is een slechte ontwikkeling. Pensioenfondsen zijn er om pensioenen te leveren, niet om woningbouwproblemen op te lossen, los van de vraag of er überhaupt een financieringsprobleem bestaat in de Nederlandse vastgoedmarkt, wat ik eigenlijk niet geloof, aangezien het meer een regelgevingsprobleem is. Als de Nederlandse overheid vindt dat er meer woningen moeten komen, dan moet zij het aantrekkelijk maken voor investeerders om in de woningmarkt te investeren. Waarom zouden gepensioneerden een claim inleveren voor een probleem dat ontstaat door slecht overheidsbeleid?'

Geldt hetzelfde niet voor duurzaam beleggen?

'Ja, ook dat is omstreden. Ik verwijs naar een stokoud paper van Jan Tinbergen over het 'assignment problem'. Hij stelde dat als we voor tien doelstellingen tien verschillende instrumenten hebben, het heel inefficiënt is om alle tien instrumenten op alle tien de doelstellingen tegelijk te richten. We kunnen, met een schuin oog naar de theorie van de comparatieve kostenvoordelen van David Ricardo, veel efficiënter zijn door voor elk instrument één doelstelling na te streven waarvoor dat instrument relatief het beste werkt. Dat geldt bijvoorbeeld voor centrale banken, die primair het beste inflatie kunnen beheersen. Of voor banken, die het beste in staat zijn de juiste rente te berekenen voor leningen aan bedrijven. En voor >

'Duurzaam beleid van centrale banken en pensioenfondsen is in strijd met de assignment-regel van Tinbergen.'

‘Zelfs als alle pensioenfondsen passief zouden beleggen, zal er geen probleem zijn.’

pensioenfondsen, die met hun grote vermogens en beleggingskennis het beste geëquipeerd zijn om het beste pensioenresultaat te behalen. Als centrale banken, banken en pensioenfondsen de klimaattransitie gaan ondersteunen, wordt het totale beleid diffuus – lees: minder efficiënt en minder effectief. Nevendoelstellingen leiden af. Klimaat is natuurlijk extreem belangrijk, maar dat wil dat nog niet zeggen dat iedereen daar meteen allerlei instrumenten voor moet inzetten. Voor het klimaat is het veel effectiever als de overheid zijn rol als marktmeester invult, zoals we doen met CO₂-beprijzing en het Brusselse ETS-systeem met de verhandelbare emissierechten. Dan werkt het bedrijfsleven vanzelf mee in plaats van tegen. Duurzaam beleid van centrale banken en pensioenfondsen is in strijd met die assignment-regel van Tinbergen.’

Waarom doen die instituten dan mee met het klimaatbeleid?

‘Dat doen ze gelukkig niet allemaal. Vergeet niet dat er oneigenlijke druk op ze wordt uitgeoefend door toezicht-houders, de overheid, supranationale organisaties en activistische groepen, en dat veel bestuurders ook politiek gelieerd zijn. Hoe dan ook, het is niet in het belang van de deelnemers om hierin mee te gaan. Dan hebben we het nog niet eens gehad over de vraag of deelnemers klimaat-beleid eigenlijk zelf wel willen meewegen in hun pensioen. Ik betwijfel of het merendeel van de gepensioneerden dat echt wil. De meesten willen gewoon een goed pensioen.’

Veel pensioenfondsen zijn passief gaan beleggen, mede om kosten te drukken. Is dat een goede ontwikkeling voor de financiële markten? Wordt er nog wel voldoende aan fundamentele prijsvinding gedaan?

‘Passief beleggen is voor de meeste beleggingscategorieën een betere optie dan actief beleggen, zeker voor kleinere fondsen. Er is veel bewijs dat actieve beleggers gemiddeld genomen na kosten geen outperformance leveren. Maar als iedereen passief zou beleggen, hebben we natuurlijk een probleem: dan doet niemand meer aan fundamentele prijsvinding en ontstaat er geen efficiënte kapitaalallocatie in de economie. Maar zover zijn we nog niet. Er zullen altijd genoeg actieve beheerders overblijven, denk aan hedgefondsen die inspelen op tijdelijke prijsinefficiënties. Zelfs als alle pensioenfondsen passief zouden beleggen, zal er geen probleem zijn. In Nederland is de pensioensector relatief groot, maar dat geldt niet voor de rest van de wereld. Er blijven dus genoeg actieve beleggers over. Waar ik me eerder zorgen over zou maken, is de invloed op de

koersvorming van de eerdergenoemde grote vermogensbeheerders. Als

die hun visie wijzigen of hun operatie veranderen, heeft dat waarschijnlijk meer impact op de koersen.’

Onze grote en sterke pensioensector is een uitzondering in Europa. Is onze pensioenpot veilig in de EU? En zo niet, wat kan of moet Nederland doen?

‘We lezen weleens in de media dat de EU een greep zou willen doen in onze pensioenpotten, maar dat is pure onwetendheid of stemmingmakerij. Zowel de EU als de Europese Commissie kunnen niet bij ons pensioengeld. In het oude stelsel hadden we boekhoudkundig nog weleens last van het lagerentebeleid van de ECB, maar dat is straks in het nieuwe stelsel voorbij. Ook aan dat monetaire beleid ligt overigens geen kwade wil van de ECB ten grondslag, al is het volgens mij niet erg effectief geweest.’

U bent inmiddels emeritus hoogleraar en heeft een lange carrière achter de rug. Wat zijn uw ‘lessons learned’?

‘Ik heb het geluk gehad dat ik de financiële wereld van verschillende kanten heb gezien: als econoom bij de Wereldbank, als adviseur voor allerlei landen, bedrijven en instituties, en als hoogleraar. Dat heeft bijzondere lessen opgeleverd. Vaak horen we politici of andere beleids-makers van naam en faam op het eerste gezicht merkwaardige dingen zeggen of opmerkelijk beleid voorstaan. De standaardreactie is meestal om hen dan stupide te noemen. Maar een betere conclusie is dikwijls dat zij beleid moeten formuleren met allerlei restricties die het publiek meestal niet kent, maar die er wel zijn. Zodra je die kent, blijkt het beleid dikwijls een stuk begrijpelijker. Ik heb in de loop van mijn loopbaan meer respect gekregen voor beleids-makers in emerging markets. Maatschappelijke kritiek wordt vaak geleverd met onvolledige kennis van zaken. Dat wil overigens niet zeggen dat er helemaal geen stupide politici en beleidsmakers zijn. Kijk maar eens wat er tegenwoordig allemaal rondloopt in de Nederlandse politiek.’

Welke persoonlijke plannen heeft u nog?

‘Zoals Wim Kok ooit over mij zei: ‘Je bent de ideale adviseur, maar ik zou je nooit manager maken.’ Ik heb inderdaad te weinig belangstelling voor uitvoeringstaken om er goed in te zijn. Ik heb ook geen geduld om in de Tweede Kamer te luisteren naar allerlei uitvoerige amendementen. Ik denk dat ik het meest waardevol ben als externe adviseur en die rol wil ik nog wel een tijd blijven vervullen. Zolang ik het leuk vind natuurlijk.’ ■