

## Aandelen blijven beste beleggingen

### Auteur(s):

Eichholtz, P.M.A. (auteur)

Koedijk, C.G. (auteur)

Otten, R. (auteur)

*Eichholtz is verbonden aan de Universiteit Maastricht, de Universiteit van Amsterdam en Dexia Bank Nederland, Koedijk aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, de Universiteit Maastricht en Dexia Bank Nederland en Otten is verbonden aan de Universiteit Maastricht.*

### Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4345, pagina 90, 1 februari 2002 (datum)

### Rubriek:

### Trefwoord(en):

pensioenfondsen

*Onlangs alarmerende berichten over de dekking van pensioenfondsen, dienen deze fondsen het hoofd koel te houden en dus niet snel veiligheid te zoeken in staatsobligaties.*

**In de laatste weken van het afgelopen jaar is Nederland overspoeld met alarmerende berichten over de dekking van pensioenfondsen. Door de aanhoudende koersdalingen op de beurzen hebben veel Nederlandse pensioenfondsen de waarde van hun beleggingsportefeuille ineen zien schrompelen. De obligatieportefeuilles hebben wegens matig presteren niet voor voldoende compensatie kunnen zorgen en als gevolg hiervan is voor meer dan honderd pensioenfondsen de dekking van de pensioenverplichtingen teruggelopen tot net boven de honderd procent.**

Het contrast met 2000 is groot: grosso modo was de dekking toen dermate ruim dat de pensioenpremies verder konden dalen en het terugstorten van pensioengelden in de kassen van de aangesloten ondernemingen vaak voorkwam. Er hoeft nu nog maar weinig te gebeuren of veel fondsen komen onder die honderd procent dekking. Vandaar dat premieverhogingen op dit moment aan de orde van de dag zijn.

Als de rand van de afgrond zo dichtbij is, lijkt het tijd voor drastische actie: de blootstelling aan de risicovolle aandelenmarkt zeer sterk verminderen en daarvoor in de plaats veiligheid zoeken in staatsobligaties. Het is echter de vraag of dit een goed idee is. Die aanpak zal er inderdaad voor zorgen dat onderdekking op de korte termijn wordt vermeden. Betekent dit dus dat de Pensioen- en Verzekeringkamer ertoe moet overgaan om van de pensioenfondsen nu snel te eisen hun aandelen te verkopen? Dat is exact de vraag die wij in deze bijdrage beantwoorden. We onderzoeken de prestaties van aandelen en obligaties op de lange termijn, waarbij we eerst laten zien welke prestaties er van deze beleggingen kunnen worden verwacht, om vervolgens in te gaan op het effect van de beleggingshorizon op deze prestaties.

## De lange termijn

Pensioenfondsen zijn bij uitstek langetermijnbeleggers, met een beleggingshorizon van ruim dertig jaar. Immers, de gemiddelde premiebetaler is ongeveer 45 jaar oud, en heeft een levensverwachting van 75 tot tachtig jaar. Om te weten of er werkelijk gevaar dreigt, moet er dan ook rekening worden gehouden met die lange termijn.

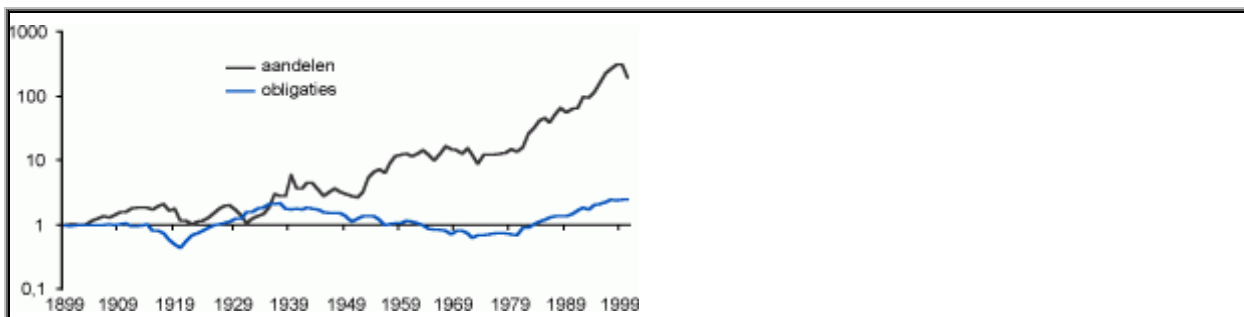
Om dit te doen gebruiken wij een jaarlijkse aandelen- en obligatieindex voor de afgelopen 101 jaar<sup>1</sup>. Rendementsberekeningen op basis van die index wijzen uit dat obligaties op de lange termijn geen goede dekking bieden tegen de risico's die voortkomen uit de verplichtingen van de pensioenfondsen. Gemeten over de laatste 101 jaar hebben obligaties met moeite de inflatie bijgehouden, zoals [tabel 1](#) laat zien. Voor de gehele onderzochte periode geven obligaties een reëel rendement van 1,30 procent per jaar en dat is minder dan de reële loonontwikkeling. Obligaties zijn dan ook ongeschikt voor het eindlooppensioen dat veruit de meeste Nederlandse pensioenfondsen nog altijd aanbieden. Een verschuiving naar obligaties zou dus op de korte termijn weliswaar soelaas bieden, maar de toekomstige pensioenen van iedere Nederlander op de lange termijn hoogstwaarschijnlijk in gevaar brengen. Er zit voor de fondsen dan ook weinig anders op dan substantieel in aandelen te blijven. Voor aandelen is het reële rendement op de lange termijn 5,34 procent, hetgeen de reële loonontwikkeling ruimschoots verslaat.

	aandelen	obligaties
1900 - 2001:09	5,34 [17.91]	1,30 [9.79]
1900 - 1920	3,60 [8.28]	-2,89 [8.29]
1920 - 1940	1,56 [19.78]	7,38 [12.60]
1940 - 1960	7,46 [19.79]	-2,32 [7.85]
1960 - 1980	0,12 [16.65]	-1,66 [6.95]
1980 - 2001:09	13,14 [20.44]	5,56 [7.94]

Standaarddeviatie tussen haken.

### *Aandelen niet altijd beter*

Uit [tabel 1](#) blijkt voorts dat aandelen het niet altijd beter hebben gedaan dan obligaties. Vooral tijdens de depressieperiode en de inflatie-jaren zeventig hebben obligaties beter gepresteerd dan aandelen. In jaren van economische groei en relatief lage inflatie doen aandelen het beter. In [figuur 1](#) hebben we de relatieve prestaties van aandelen en obligaties over de afgelopen 101 jaar weergegeven als index. Zoals uit [figuur 1](#) blijkt hebben aandelen het veel beter gedaan dan obligaties, met name sinds de Tweede Wereldoorlog.

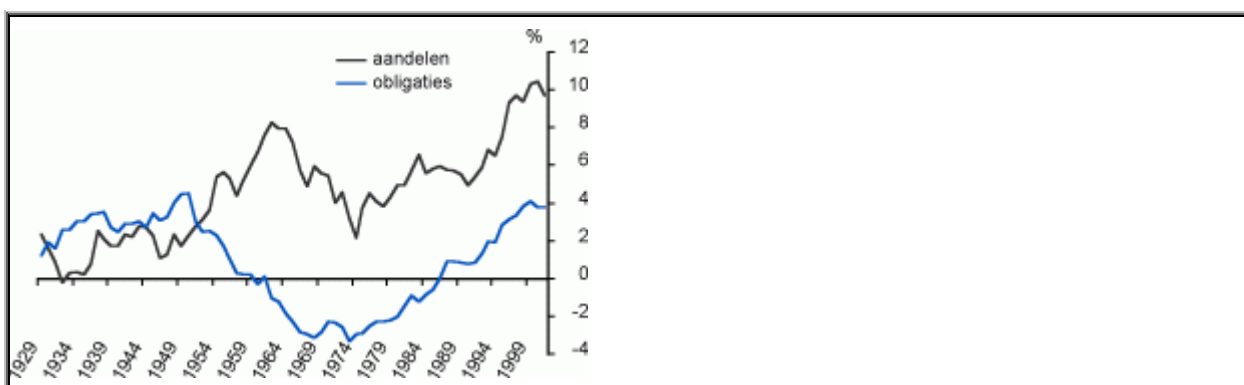


Figuur 1. Reële rendementsindices van aandelen en obligaties, 1900-2001

### Het effect van de beleggingshorizon

De argumentatie voor pensioenfondsen om niet in paniek te raken en gewoon in aandelen te blijven is veel sterker als we de dertig-jaars beleggingshorizon hanteren die pensioenfondsen doorgaans aannemen. Als we alle mogelijke dertig-jaars perioden bekijken van de afgelopen 101 jaar, dan blijkt dat er geen periode was waarin het nominale rendement op aandelen gemiddeld lager was dan 1,04 procent per jaar. Reëel was er nooit een dertig-jaars periode met een lager gemiddeld rendement voor aandelen van -0,17 procent per jaar. En daarbij rekenen we de zware aandelen crises van de jaren twintig, dertig, de jaren zeventig en nu allemaal mee. Voor obligaties, daarentegen, zijn er in die 101 jaar vele dertig-jaars perioden geweest met (zeer) sterke negatieve reële rendementen.

In [tabel 2](#) hebben we voor verschillende beleggingshorizonten de reële rendementen weergegeven. Uit [tabel 2](#) blijkt dat aandelen het gemiddeld genomen bijna altijd vier procent reëel beter hebben gedaan dan obligaties en dat bovendien op lange termijn het risico van aandelen en obligaties vergelijkbaar wordt. In [figuur 2](#) hebben we de jaarlijkse gemiddelde reële rendementen van aandelen en obligaties over schuivende perioden van dertig jaar weergegeven. Het is duidelijk: voor beleggers met een horizon van dertig jaar, zoals pensioenfondsen, zijn aandelen nog steeds de meest aantrekkelijk beleggingscategorie. Daar kan de recente crisis op de aandelenmarkt niets aan veranderen. Het was allang bekend dat de waarde van beleggingen kan fluctueren. Dat ze nu al ruim een jaar naar beneden fluctueren is vervelend, maar geen nieuws en het is zeker dat ze in de toekomst ook weer naar boven zullen gaan.



Figuur 2. Jaarlijkse gemiddelde reële rendementen van aandelen en obligaties over schuivende perioden van dertig jaar

**Tabel 2. Reële jaarlijkse rendementen en risico's bij verschillende horizonnen**

	5 jaar	15 jaar	30 jaar
aandelen	5,71 [9,30]	4,99 [5,16]	4,63 [2,61]
obligaties	1,32 [5,64]	1,06 [4,99]	0,87 [2,38]

Standaarddeviatie tussen haken.

### **Wat te doen?**

Voor de pensioenfondsen en hun toezichthouder gaat het er nu om het hoofd koel te houden en grote aanpassingen in de vermogenstoedeling te vermijden en dus niet snel van aandelen naar obligaties te veranderen. De pensioenpremies van de pensioenfondsen met lage dekkingsgraad dienen snel te worden verhoogd. Voor de Pensioen- en Verzekeringskamer is het zaak om hier op toe te zien. Dit zal waarschijnlijk de ergste druk op de dekkingsgraad weghalen. Daarnaast dient men zich natuurlijk te bedenken dat de verplichtingen van een pensioenfonds niet direct opeisbaar zijn. Het fonds hoeft pas uit te keren als de deelnemers met pensioen gaan en heeft dus ruim de tijd om een eventuele financiële crisis uit te zitten en te wachten tot de waarde van de beleggingsportefeuille weer op peil is. Dit is een pleidooi tegen drastische actie nu <sup>2</sup>. Daarnaast is het voor de Pensioen- en Verzekeringskamer raadzaam om in de toekomst veel strenger te zijn tegen pensioenfondsen die hun sponsors premievrijstellingen willen geven, of zelfs pensioenvermogen willen laten terugvloeien naar de onderneming. Het argument dat 150 procent dekking meer dan genoeg is om dit soort acties te rechtvaardigen, blijkt niet op feiten gebaseerd. Zoals nu blijkt, kunnen scherpe bewegingen op de beurs ervoor zorgen dat fondsen die nog kort geleden ruimschoots gefinancierd waren, ook in de problemen raken.

---

**1** Deze indices zijn herzieningen van de lange termijn indices die gebruikt zijn door P.M.A. Eichholtz, C.G. Koedijk en R. Otten, *De eeuw van het aandeel*, ESB, 14 januari 2000, blz. 24-27.

**2** Deze constatering wordt verder ondersteund in het recente onderzoeksrapport *Dutch pension funds, situation not alarming*, Dexia Bank Nederland, Amsterdam, 2001.