

6. Aandelenkoersen

In het derde kwartaal van 2001 is de CBS-herbeleggingsindex voor aandelen met meer dan 20% gedaald. De financiering van pensioenen komt onder druk door deze koersdaling op de mondiale aandelenbeurzen.

Het derde kwartaal van 2001 is een historisch slecht kwartaal voor aandelen. De CBS-herbeleggingsindex daalde in deze periode met 20,2%. Vanaf 1953 waren alleen het vierde kwartaal van 1987 (-30,5%) en het derde kwartaal van 1998 (-21,2%) slechter. In deze kwartalen vond de beurskrach op en na 'Black Monday' plaats respectievelijk de Rusland-crisis. Het derde kwartaal van 2001 werd gedomineerd door de terreuraanslagen in de Verenigde Staten. Vóór juli, augustus en september 2001 waren ook in mei en juni de aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs gemiddeld al gedaald. Het was in 1980 voor het laatst dat de CBS-herbeleggingsindex (aandelen inclusief de waarde van het herbeleggen van het dividend) in vijf achtereenvolgende maanden daalde.

Nooit eerder hebben de pensioenfondsen zulke grote verliezen geleden op hun aandelenbeleggingen in één kwartaal. Uitgedrukt in een percentage zagen de fondsen hun aandelen 17,8% minder waard worden. Deze daling is lager dan die van de CBS-herbeleggingsindex, doordat pensioenfondsen hun aandelenbezit hebben gespreid door ook in het buitenland te beleggen. Door het waardeverlies is de dekkingsgraad – de verhouding tussen het vermogen en de contante waarde van de verplichtingen – van pensioenfondsen gedaald. Eind 1999 was het vermogen opgelopen tot 150% van de verplichtingen. In met name de tweede helft van de jaren '90 hebben pensioenfondsen geprofiteerd van de stijgingen op de aandelenbeurzen. Dit heeft geresulteerd in sterk gestegen buffers. Een deel van deze goede beleggingsresultaten is uitgekeerd in de vorm van lagere pensioenpremies. Met name de stijging van de lonen zorgde nadien voor een negatief effect op de hoogte van de gemiddelde dekkingsgraad. Immers, de verplichtingen van de pensioenfondsen, de uit te keren pensioenen, worden jaarlijks gecorrigeerd met de stijging van de CAO-lonen dan wel de inflatievoet. De inflatie in Nederland (exclusief het effect van veranderingen door kostprijsverhogende en consumptiegebonden belastingen) bedroeg in december 2001 3,4%, waar deze nog op 2,5% lag in december 2000 en 1,7% in de laatste maand van 1999. Met nog eens een daling van de aandelenkoersen is in 2001 van één op de acht pensioenfondsen de dekkingsgraad onder de kritische grens van 110% terecht gekomen. Als een fonds onder deze grens komt vraagt toezicht houder PVK, de Pensioen- en Verzekeringskamer, het betreffende pensioenfonds hoe het de vermogenspositie gaat verbeteren.

De MSCI World Index, de maatstaf die veruit de meeste pensioenfondsen gebruiken voor hun aandelenbeleggingen stond op 21 september, toen in een schrikreactie volgend op de aanslagen van 11 september de laagste niveaus van 2001 op de beurzen werden bereikt, ruim 27% lager dan eind 2000. Sindsdien hebben de beurzen zich flink hersteld tot boven de koersniveaus van 10 september. De MSCI World Index (inclusief de waarde van het herbeleggen van het dividend) sloot 2001 uiteindelijk af met een daling van 12,7%. Inzinkingen die tijdelijk blijken komen dus voor op de aandelenbeurs. Daarom heeft de Stichting van de Arbeid gesuggereerd dat een bepaald pensioenfonds niet op elk moment, koste wat kost, vast moet houden aan de dwingende norm van 100% financiering. Nog steeds is, over een lange periode bezien, het rendement dat met aandelenbeleggingen behaald kan worden positief. Van 1980 tot eind 2001 is de CBS-herbeleggingsindex met ruim 17% per jaar gestegen. In de bijgevoegde grafiek zijn de rendementen van de jaren in deze periode weergegeven. Het jaar 2001 springt er in deze reeks uit met het slechtste rendement, namelijk 19,2% negatief. Met name de sectoren transport en

communicatie en de niet-financiële dienstverlening lieten een rendement zien dat nog beneden dit gemiddelde lag. De daling bij aandelen in de IT-sector in 2000 heeft zich, zij het in mindere mate, voortgezet in 2001.

Er zijn twee argumenten aan te geven waarom voor pensioenfondsen nu een relatief hogere dekkingsgraad wenselijk is. Ten eerste zal Nederland rond 2010 op een veel hoger punt van de vergrijzing zijn beland. Tegen die tijd zal een kleiner aantal actieven de premies moeten betalen ten behoeve van een groter aantal pensioengerechtigden. Ten tweede zijn aandelen, een typisch risicovolle belegging, nu sterk vertegenwoordigd in de portefeuille van de pensioenfondsen. Eind 1990 was het belang 13%, aan het eind van het derde kwartaal van 2001 bedraagt het percentage dat de pensioenfondsen belegd hebben in aandelen 46%. Pensioenfondsen dienen, om negatieve uitschieters op de beurs te kunnen opvangen, over voldoende buffers te beschikken. Het is aannemelijk dat momenteel beleggingen in aandelen even risicovol zullen zijn als in de afgelopen jaren. Een indicatie hieromtrent kan bijvoorbeeld worden ontleend aan de waardering van aandelen. De koers-winstverhouding van aandelen op de Amerikaanse beurs bedraagt 21. In 1980 lag deze rond de 8, eind 1997/begin 1998 is deze waarderingsmaatstaf de 20 opwaarts gepasseerd en er sindsdien niet meer onder gekomen. Eind 1999/begin 2000 werd een top bereikt van ruim 30. De huidige waardering is echter hoger dan gemiddeld sinds 1980. Hierbij moet worden aangetekend dat de berekening die op een koers-winstverhouding van 21 uitkomt exclusief aandelen van verliesmakende bedrijven is. Inclusief deze aandelen is de koers-winstverhouding 50, het hoogste niveau vanaf 1980.

Omdat pensioenfondsen aandelen zien als aantrekkelijke belegging voor de lange termijn hebben zij in het derde kwartaal van 2001 per saldo voor 8,6 miljard euro (4,0% van de aandelenbezittingen per eind juni 2001) aan aandelen bijgekocht. In de afgelopen twee jaar zijn alleen in het eerste kwartaal van 2001 hogere netto-aankopen gerealiseerd, toen voor 14,6 miljard euro meer gekocht werd dan verkocht. Deze flinke netto-aankopen komen tot uitdrukking in de relatief bescheiden daling gedurende 2001 van het belang dat pensioenfondsen in aandelen aanhouden. Bedroeg dit belang 48% per eind 2000, aan het eind van het derde kwartaal van 2001 hebben de pensioenfondsen nog altijd 46% van hun vermogen in aandelen belegd. Naast aandelen hebben pensioenfondsen overigens hun vermogen hoofdzakelijk in obligaties belegd, te weten 36% van het totaal. Het totale rendement op Nederlandse obligaties bedraagt in 2001 +6,0%. Verder nemen hypotheken en onderhandse leningen tezamen 10% van de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen in en vastgoed 6%.

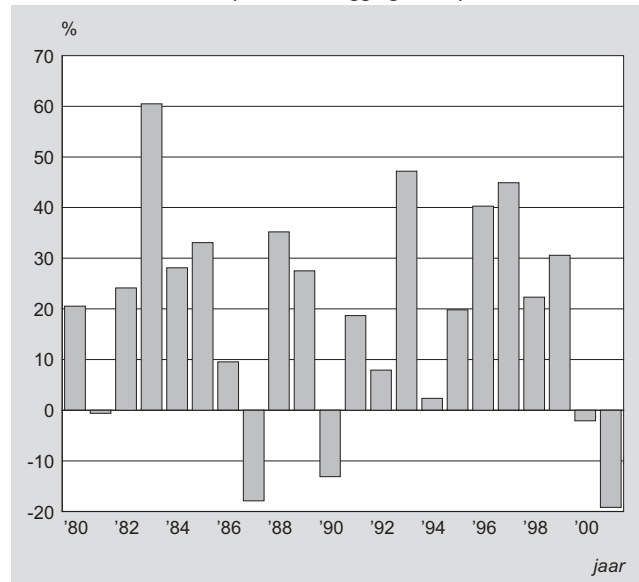
Om een voldoende hoge dekkingsgraad aan te houden staat voor een pensioenfonds in principe een aantal mogelijkheden open. Voorlopig is vooral van de mogelijkheid gebruik gemaakt de pensioenpremies te verhogen. Zo heeft het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP), het grootste pensioenfonds van Nederland, per 1 januari 2002 zijn pensioenpremies met 2%-punt – de maximaal toegestane stijging in een jaar – verhoogd tot 13,2% van het pensioengevend salaris. Het fonds stelt meer verhogingen in het vooruitzicht. Het Centraal Planbureau vermeldt in zijn Macroeconomische Verkenningen 2002 dat bij een daling van het (lange termijn) rendement van 1%-punt de premies structureel moeten toenemen met 3%-punt van de loonsom; dat is een kleine 5 miljard euro. De door pensioenfondsen in 2000 geïnde bruto-premies bedroegen 11,1 miljard euro. Naast het ABP kwam ook het PGGM, in grootte het tweede pensioenfonds van Nederland, met een verhoging van de premie voor 2002. Dit betreft echter een onderdeel van een gelijkmatige verhoging over een reeks van jaren. Voor pensioenfondsen in het algemeen geldt dat de pen-

sioenpremies verhoogd moeten worden om de genoemde buffers te bewerkstelligen waarmee de toenemende vergrijzing opgevangen dient te worden. Dit is ook de reden dat de pensioenpremies in de tweede helft van de jaren '90 niet fors zijn gedaald, terwijl de rendementen op aandelenbeleggingen wel hoog waren. Nu de aandelenrendementen tegenvallen zijn extra premieverhogingen te verwachten.

Premieverhogingen kunnen negatieve gevolgen hebben voor de gezondheid van de Nederlandse economie. Zo kan een pro-cyclisch effect uitgaan van premieverhogingen. Immers, de premieverhogingen zijn grotendeels veroorzaakt door slechte rendementen op aandelenbeleggingen, die weer veroorzaakt zijn door tegenvallende economische ontwikkelingen. Verhoging van de pensioenpremies komt voor rekening van werkgevers (het grootste deel) en werknemers. Hogere pensioenpremies kunnen zo leiden tot een minder gunstige concurrentiepositie en een lagere winstgevendheid, en daarmee investeringsbereidheid, van bedrijven. Daarnaast zal een lager beschikbaar inkomen, en daarmee een lagere consumptie, resulteren voor werknemers. Op de gevolgen van de premiestijgingen die voor rekening zijn van werkgevers is De Nederlandsche Bank ingegaan in haar Kwartaalbericht van december 2001. Bij een jaarlijkse stijging van de premies in de periode 2001–2003 van 0,5% zou het volume van het bruto binnenlands product 0,2% respectievelijk 0,4% lager zijn in 2002 en 2003. Het volume van de investeringen van bedrijven zou 1,0% lager uitkomen in 2003 en de geregistreerde werkloosheid zou in dat jaar met 22.000 personen hoger uitvallen dan zonder pensioenpremieverhogingen. Daarbij komt uiteraard het effect van de stijging van de pensioenpremies die voor rekening zijn van werknemers.

Tot eind 2001 zijn voor naar schatting bijna 1,4 miljard euro aan premieverhogingen voor 2002 aangekondigd. De afgelopen paar

5. Rendement aandelen (CBS-herbeleggingsindex)



jaar ligt het percentage geïnde bruto-premies dat voor rekening komt van werkgevers rond de 59%. Onder de veronderstelling dat een dergelijk percentage ook voor de premieverhoging geldt, komt dit neer op zo'n 0,8 miljard euro aan premieverhoging voor werkgevers in 2002. Dit is ongeveer 0,4% van de loonsom van bedrijven en overheid. Dit wijkt niet veel af van de aanname waar De Nederlandsche Bank vanuit is gegaan.