

De logica van het kapitalisatiestelsel

*Europese pensioenhervormingen en de gevaren van financialisering*¹

► *Ewald Engelen*

In de jaren negentig domineerden pensioenfondsen de mondiale kapitaalmarkten. Daarbij behaalden ze nimmer vertoonde rendementen. Dit staat in schril contrast met de budgettaire moeilijkheden van de Europese pensioenstelsels die geen kapitalisatiestelsel kennen. Als gevolg van de gewijzigde samenstelling van de bevolking tracht een groeiend aantal Europese staten dan ook hun repartitiestelsel in een kapitalisatiestelsel te veranderen. Na eerst de onderliggende demografische projecties kritisch te onderzoeken, wordt in dit artikel de bewering dat het kapitalisatiestelsel niet aan 'demografische druk' onderhevig is getoetst. Tenslotte wordt gesteld dat door de logica van het kapitalisatiestelsel een herstructurering van het pensioensysteem kan uitmonden in een groeiende financialisering van de economie. Dat is niet zonder gevaar voor de winstgevendheid van de Europese bedrijven op de lange termijn.

Ook al leidde de langzame uitbouw van het pensioensparen in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Canada, Australië, Nederland, Zwitserland en in enkele andere landen niet, zoals managementgoeroe Peter Drucker in 1976 ooit zo mooi heeft voorspeld, tot een 'socialisering van de economie' (Drucker 1976), toch konden de pensioenfondsen in de decennia daarna de aandelenmarkten in de wereld gaan beheersen. Dat verleidde sommigen om te gewagen van een echte 'pensioenfondsrevolutie' (Clowes 2001). Ter illustratie: in 1993 steeg het kapitaal van pensioenfondsen tot 10.000 miljard dollar. Daarvan was 6.000 miljard dollar in bezit van Amerikaanse, 750 miljard dollar van Britse pensioenfondsen en 400 miljard dollar van Nederlandse pensioenfondsen. In 2000 was de waarde van de aandelen in bezit van de Amerikaanse pensioenfondsen tot 7.000 miljard dollar gestegen, die van de Britse tot rond 1.000 miljard dollar, terwijl de waarde

van de Nederlandse pensioenfondsen tot 500 miljard dollar was gestegen. De totale toename van het pensioensparen overschreed de totale kapitalisatie op de aandelenbeurzen van New York, Londen en Tokio. De dagelijkse aandelentransacties van de Amerikaanse en Britse pensioenfondsen waren goed voor 30 procent van de totale handel op de New York Stock Exchange en de Londen Stock Exchange samen. De nationale pensioenreserves stegen tot ongeveer 60 procent van het Bruto Nationaal Product (BNP) in zowel de Verenigde Staten als het Verenigd Koninkrijk. De Nederlandse pensioenreserves – de grootste van de wereld na de Amerikaanse, Britse, Canadese en Japanse (in die volgorde) – zijn gestegen van 80 procent van het BNP in 1980 tot meer dan 160 procent in de late jaren negentig.

Natuurlijk is de situatie na 2000 radicaal veranderd. Een complete 'ineenstorting' van het financieel systeem daargelaten, is de verwachting dat de politieke en ideologische druk op de grootste Europese welvaartsstaten onverminderd zal aanhouden om hun repartitiestelsel te injecteren met een forse dosis kapitalisatie. Dit artikel gaat over dat voortdurend aandringen om het continentaal-Europese repartitiesysteem – hier vooral in Frankrijk, Duitsland en Italië – in een hybride systeem te veranderen door de verantwoordelijkheid voor de oudedagsvoorziening gedeeltelijk in handen van een kapitalisatiestelsel te leggen, om zo de komende demografische veranderingen op te vangen. De hierbij betrokken belangen zijn uiteraard aanzienlijk en de uitgeoefende druk is zeer groot. De gevolgen zullen ingrijpend zijn indien de huidige pensioenregimes van Duitsland,

Frankrijk en Italië inderdaad volgens Brits-Amerikaanse regels worden veranderd. Doordat het ontstaan van pensioenfondsen, de groei van de kapitaalmarkten en de toegenomen ingewikkeldheid ervan, het economische belang van de financiële sector, de groeiende politieke invloed van de financiële spelers en de dominantie van de *shareholder value* als nieuwe ideologie bij het scheppen van rijkdom elkaar versterken, zal de beslissing om de staatspensioenen door privé-pensioenen te vervangen en om van een repartitie- naar een kapitalisatiestelsel over te gaan, tot diepgaande veranderingen leiden.

In dit artikel worden de argumenten ten gunste van een hervorming van het pensioenstelsel kritisch onderzocht. Eerst geef ik een korte beschrijving van de parameters waarbinnen de Europese pensioenherstructurering zich afspeelt. In het volgende deel worden de onderliggende argumenten beoordeeld. Achter de demografische projecties gaan belangrijke beleidsalternatieven schuil. Bovendien is de veronderstelde 'superioriteit' van het kapitalisatiestelsel gebaseerd op de veronderstelling dat kapitalisatiefondsen niet onderhevig zouden zijn aan 'demografische druk'. Daarna wordt de logica van het kapitalisatiestelsel beschreven als motor achter een toenemende financialisering van de economie. Tot slot schets ik bij wijze van toegift in het kort enkele gevaren van een dergelijk proces voor welvaart op de lange termijn.

Hoewel ik me met thema's bezighoud die om een 'grote theorie' vragen, zijn mijn doelstellingen eerder bescheiden. Door middel van een nauwkeurige analyse van de argumenten die ten gunste van een pensioenherstructurering pleiten, probeer ik door het 'ideologische moment' in deze vertogen te belichten de politieke manoeuvreerruimte te verbreden. Het ontmaskeren van 'valse noodzakelijkheden' is natuurlijk slechts een eerste, maar wel onmisbare stap voor het scheppen van 'concrete utopieën'. Mijn opzet is ook in een tweede opzicht bescheiden. Als ik me op de deelgebieden van de demografie en de financiële economie begeef, dan wil ik zeker niet als ultieme arbiter optreden. Ik ben daartoe niet in staat. Ik wil uitsluitend de betwistbaarheid van de projecties aanstippen en aldus aantonen dat er geen optimale oplossingen zijn voor het probleem van de vergrijzing.

De vergrijzing van het kapitalisme

Gedurende het laatste decennium is het pensioen-thema prominenter op de politieke agenda verschenen. Dit is grotendeels het gevolg van demografische ontwikkelingen, die een op de lange termijn verslechterende afhankelijkheidsrelatie laten zien, waardoor uiteindelijk de poten onder de bestaande welvaartsregelingen worden afgezaagd. Daar in de meeste Europese landen het aantal geboorten gedurende de laatste vijftig jaar dramatisch is gedaald terwijl de levensverwachting is gestegen, moet een steeds kleiner aantal werkenden voor een groeiend aantal gepensioneerden en andere afhankelijkken zorgen. Doordat de sociale lasten hierdoor omhoog gaan, komt de concurrentiekracht van de bedrijven op de exportmarkten onder druk te staan, waardoor zich bij ongewijzigd beleid een neerwaartse spiraal van economisch verval in beweging zet. Volgens deze redenering legt de vergrijzing van de bevolking een 'tijdbom' onder het 'contract tussen de generaties'. Dat leidt dan uiteindelijk tot 'een fiscale crisis van de staat' (Bolkestein 2001; Disney 2000; OECD 1995; 1996; 1998; World Bank 1994).

De OESO heeft berekend dat in alle lidstaten de huidige pensioenbijdragen onvoldoende zullen zijn om de uitgaven te dekken. De tekorten in percentages van het Bruto Nationaal Product (BNP) variëren van 234,5 procent in het geval van Denemarken via een tekort van 102,1 procent voor Frankrijk tot een tekort van 23 procent voor de Verenigde Staten. Landen als Italië, Duitsland en Frankrijk, waarvan de publieke pensioenlasten in 1995 respectievelijk tot 13,3 procent, 11,1 procent en 10,6 procent van het BNP waren gestegen, zullen in 2030 met pensioenlasten van respectievelijk 20,3 procent, 16,5 procent en 13,5 procent van het BNP worden geconfronteerd, wat een stijging van de ratio belastingen/BNP met 7,1 procent, 9,6 procent en 9,7 procent noodzakelijk maakt om de nettoschuld constant te houden (OECD 1996; 1998).

In principe kan men deze fiscale tijdbom op verschillende manieren onschadelijk maken. De eerste 'oplossing' is een beleid van open grenzen om het aantal toekomstige actieven uit te breiden. Een groeiend aantal Europese regeringen onderzoekt de mogelijkheden om regelingen voor immigratie van arbeidskrachten in te voeren ten einde de spanning in specifieke segmenten van de arbeidsmarkt te verminderen en in de toekomst de druk op de bestaande welvaartsregelingen te verlichten

(Engelen 2003). Het is niettemin duidelijk dat het democratische mandaat van de meeste regeringen onvoldoende zal zijn om die graad van openheid te verkrijgen die nodig is om de afhankelijkheidsratio substantieel te verminderen, zeker gezien het feit dat het aantal migranten dat nodig is om de bevolking van de Europese Unie op het peil van 2000 (372 miljoen mensen) te behouden, 949.000 mensen per jaar bedraagt. Om nog maar te zwijgen van de aantallen die nodig zijn om de werkende bevolking op peil te houden of om de ratio van potentiële werkenden constant te houden (respectievelijk 1,4 miljoen en 12,7 miljoen). Dat zijn cijfers die duidelijk het politiek haalbare overschrijden (UN 1999: 85 e.v.).

De tweede optie is een radicale herziening van de huidige pensioenregimes. Waar kapitalisatiefondsen overheersen – in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Canada, Nederland, Japan en Zwitserland – ligt het herverdelingsniveau tussen de generaties lager dan in het repartitiestelsel, omdat het kapitalisatiestelsel over twee inkomstenbronnen beschikt en het repartitiestelsel slechts over één. Vandaar dat naarmate meer pensioenen door gekapitaliseerde fondsen worden uitgekeerd, de levensvatbaarheid van het stelsel op de lange termijn minder afhankelijk van demografische veranderingen zal zijn. Dat laatste wordt ten minste beweerd. Daarom toont een groeiend aantal Europese beleidsmakers interesse voor een hervorming van de staatspensioenen naar Brits-Amerikaans model (Minns 2001).

Een aanpassing in plaats van een radicale herziening van de huidige repartitiestelsels is een derde optie. Door het verhogen van de toelatingsdrempel en de pensioengerechtigde leeftijd, door het verlagen van de uitkeringen, door veranderingen in de indexering en door het verbreden van de belastingbasis trachten regeringen de financiële levensvatbaarheid van de publieke pensioenstelsels te verbeteren, waarbij de geleidelijk invoering van deze maatregelen bedoeld is om de politieke tegenstand tegen de hervormingen af te zwakken (Disney 2000).

Een stelselherziening is hoe dan ook moeilijk door te voeren. Dat geldt zeker voor de pensioenen. Het omvormen van een repartitiestelsel in een kapitalisatiestelsel verplicht de huidige actieven om twee keer te betalen: een keer voor hun voorgangers onder het repartitiestelsel en een tweede keer voor henzelf onder het nieuwe kapitalisatiestelsel (Pierson 2000: 811; Myles en Pierson 1997; Brooks 2002; Miles 1999: 30-33). Bovendien wordt de pensioenhervorming door de kiezers ervaren als een aantasting van hun verworven rechten. Het massale oproer in Frankrijk in 1995 en het uiteenvallen van de coalitie van Berlusconi in Italië in 1994 tonen dat goed aan (Schludi 2001).

Bijgevolg kunnen stelselwijzigingen, hoe radicaal op de middellange en lange termijn ook, enkel stapsgewijs worden doorgevoerd, terwijl radicale hervormingen steeds meer als onvermijdelijk worden geacht. Dat gebeurt gedeeltelijk onder

Europese druk als gevolg van de bezorgdheid over de 'gezondheid' van de staatsbegroting zoals die in het Verdrag van Maastricht is vastgelegd, en gedeeltelijk onder binnenlandse politieke druk. Dit zijn de parameters die de huidige Europese discussie over pensioenhervormingen bepalen.

Demografische projecties

Gezien het belang van de pensioenhervorming spreekt het vanzelf om de onderliggende projecties nauwkeurig te onderzoeken. In het algemeen is het juist dat elke langetermijnvoorspelling onderhevig kan zijn aan prognostische fouten als gevolg van multicausale problemen en overgedetermineerde effecten (Bader 1997; Mayntz 2002: 21-24). Voorspellingen *strictu sensu* vooronderstellen gesloten systemen en deterministische wetmatigheden en zijn op een radicale vereenvoudiging van de complexe werkelijkheid gebaseerd. Sociale voorspellingen houden bovendien zelden rekening met de wederkerigheid van zelfvervullende of zelfvernietigende profetieën (Bader 1997: 156-157). Projecties op een hoger schaalniveau, zoals bijvoorbeeld mondiale demografische projecties, zijn minder kwetsbaar voor deze

*Voorspellingen strictu sensu
vooronderstellen gesloten
systemen en deterministische
wetmatigheden en zijn op een
radicale vereenvoudiging van
de complexe werkelijkheid
gebaseerd.*

bezwaren. Voor beide geldt evenwel dat ze op *ceteris paribus*-voorwaarden moeten zijn gebaseerd omdat het aantal relevante variabelen eenvoudigweg te groot is. In werkelijkheid blijven voorwaarden echter nooit dezelfde. Kleine variaties in de oorspronkelijke aannames 'waaieren' snel uit als ze verder in de toekomst worden geprojecteerd, waardoor zowel de verschillen tussen de voorspellingen van de OESO en het IMF als de groeiende aantrekkelijkheid van toekomstscenario's op voorspellers grotendeels kunnen worden verklaard (Disney 2000: 6).

Het rapport *Population, Development and the Environment* van de Verenigde Naties uit 2001 is daar een goed voorbeeld van. Het rapport komt met nieuwe gegevens over de vruchtbaarheid in de wereld, wat een radicale herziening van vroegere demografische projecties nodig maakte. Verstandig is dat het rapport een overzicht van de fouten in de eigen voorspellingen geeft. Hierbij zij aangetekend dat de apocalyptische projecties uit het einde van de jaren zestig en het begin van de jaren zeventig over een demografische milieucatastrofe na 1997 plotseling hebben moeten wijken voor prognoses over een stabilisering van de bevolkingsgroei die reeds in het midden van de 21^{ste} eeuw kan plaatsvinden. Volgens de Verenigde Naties is echter "de toekomstige bevolkingsomvang gevoelig voor kleine maar hardnekkige afwijkingen in vruchtbaarheidsniveaus" (UN 2001a: 5). Een vruchtbaarheidsgraad van 2,1 kinderen per vrouw leidt tot een geprojecteerde bevolking van 9,3 miljard in 2050, terwijl een vruchtbaarheidsgraad van 1,6 zal leiden tot een bevolkingsafname tot 7,9 miljard. Een vruchtbaarheid van 2,6 kinderen per vrouw zal anderszinds leiden tot een totale bevolking van 10,9 miljard in 2050. Tegenwoordig denkt men dat de mondiale vruchtbaarheid "tachtig procent van de weg van een vruchtbaarheidsgraad van 5,0 in 1950 tot 2,1 in 2050 heeft afgelegd" (Caldwell 2002: 72). Zoals Caldwell opmerkt "zijn projecties ver van zeker" en "noodzakelijk gebaseerd op voorbijgaande ervaringen – inbegrepen beleidservaring – en als deze veranderen dan moeten de projecties dat ook" (ibidem). Met dit feit hebben de demografen van de Verenigde Naties impliciet rekening gehouden, want ze hebben in hun *World Population Prospects* niet minder dan vier scenario's, namelijk een beetje met een constante, een hoge, een middelmatige en een lage aanwas uitgetekend. Dat resulteerde in een spreiding van 3 miljard in de prognoses. Het scenario met de middelmatige aanwas

bleek tot nu toe het meest betrouwbare (UN 2001b).

Belangrijker echter is wat er achter de *ceteris paribus*-clausules in de meeste demografische projecties schuil gaat. Deze projecties zijn namelijk sterk afhankelijk van onderliggende aannames over werkgelegenheid, productiviteit, loongroei en inkomensongelijkheid. Omdat de meeste demografische studies geen expliciete discussies over deze aannames bevatten en stilzwijgend vertrekken van de ongunstige begincondities, liggen de slechte scenario's al in de premissen besloten (Weller 2001: 9-16; Jacot 2000: 126). Hiermee wil ik niet ontkennen dat er demografische veranderingen plaatsvinden of dat deze veranderingen de bestaande pensioenregimes raken, maar enkel dat een pensioenhervorming *sec*, of het nu een radicale of een reformistische variant is, de 'enig beste manier' is om het demografische probleem op te lossen.

Door de *ceteris paribus*-clausules te laten vallen zien we dat er in feite een grotere ruimte voor alternatieve oplossingen bestaat zoals het verhogen van de participatiegraad door een soepeler arbeidsmarktbeleid of een opener migratieregime, of het verhogen van de arbeidsproductiviteit door grotere investeringen in onderzoek en ontwikkeling of in vaardigheden en bekwaamheden (Weller 2001:33-34). Het punt is dat de verschuiving die midden jaren zeventig plaatsvond in het voordeel van kapitaal en in het nadeel van arbeid, die ten grondslag ligt aan de huidige druk op Europese overheden om hun pensioenstelsel meer uit rendementen op kapitaal te financieren, niets te maken had met economische noodzaak maar door en door politiek was (Korpi 2002; Marglin en Schor 1990). Er is dus geen reden om aan te nemen dat niet met behulp van een verhoogd inkomen uit arbeid aan de verplichtingen van het 'generatiecontract' zou kunnen worden voldaan. Het hedendaagse politieke klimaat in Europa dat bepaald wordt door de arbitraire Maastricht-criteria van de Europese Monetaire Unie die financieringstekorten verbieden, is echter niet erg gunstig voor een dergelijke ommekomst (Weller 2001: 33). Oftewel, de pensioen crisis is meer een crisis van 'niet willen' dan van 'niet kunnen' (Weller 2001: 4).

De aandelenbonus

De tweede vooronderstelling achter de vermeende superioriteit van het kapitalisatiestelsel is geba-

seerd op de idee van een aanmerkelijke en voortdurende 'aandelenbonus'. Omdat de kapitalisatiefondsen wettelijk verplicht zijn om hun winsten te maximaliseren, hebben deze er alle baat bij om in die waardenpapieren te investeren die het hoogste rendement opleveren. Volgens de folklore van de financiële professe zijn dat de openbaar verhandelde aandelen van ondernemingen. Deze beloven een structurele 'bonus' van 5,4 procent boven op die van de 'veilige' staatsobligaties. Vandaar dat de vraag van cruciale betekenis is of de inkomsten uit kapitaal inderdaad structureel hoger liggen dan die van uit arbeid, en, indien dat het geval is, of dat in de toekomst ook zo zal blijven.

Het 'raadsel van de aandelenbonus' is de bestaansreden van de financiële economie. In een paper uit 1985 beweerden de financiële economen Mehra en Prescott dat de netto 'aandelenbonus' te hoog was om met behulp van de standaard micro-economische aannames over het risicomijdend gedrag van rationele actoren verklaard te kunnen worden (Mehra en Prescott 1985). Zo berekenden zij een historische aandelenbonus van 6 procent, terwijl volgens de micro-economische aannames een aandelenbonus van minder dan 0,25 procent reëel zou zijn. Hoe deze kloof te verklaren? De meeste pogingen om dit 'raadsel' op te lossen, spitsen zich toe op het verfijnen van de theoretische premissen die aan de basis van het micro-economisch gedrag liggen. Onlangs heeft echter een toenemend aantal financiële economen een ander geluid laten horen en de data van Mehra en Prescott kritisch geanalyseerd om na te gaan of het raadsel niet veroorzaakt wordt door het overschatten van de rendementen uit aandelen en het onderschatten van die uit obligaties.

Deze studies hebben dat inderdaad vastgesteld (Claus en Thomas 2001). Zo verraden de gebruikte data een opwaartse afwijking als gevolg van zowel de 'datakeuze' (de ondergewaardeerde beurskoers van 1926 nam men als ijkpunt in plaats van de erg overgewaardeerde koers van 1900) als van 'overlevingsbias'. De gebruikte indexen voor het bepalen van de winsten op de lange termijn corrigeren niet voor het verdwijnen van beursgenoteerde aandelen als gevolg van fusie, overname of faillissement (Dickson, Marsh en Staunton 2002). Ze gebruiken bovendien uitsluitend koersen afkomstig van Wall Street, terwijl deze moeilijk als exemplarisch voor effectenbeur-

zen in het algemeen kunnen worden beschouwd (Jorion en Goetzmann 1999). Daarnaast lijkt het geschatte rendement van 0,8 procent op vastrentende obligaties een *artefact* van de beschouwde tijdsperiode te zijn. Dit lage rendement is namelijk vooral het gevolg van de hoge inflatie nadat de papieren dollar de gouden standaard in 1973 had vervangen (Siegel 1999; 2001).

Correcties leiden tot veel lagere schattingen dan de 6 procent van Mehra en Prescott. Volgens Siegel moeten de jaarlijkse netto-resultaten van obligaties tot 3,5 procent worden opgevaardeerd. In combinatie met een rendement van ongeveer 7 procent per jaar voor de aandelen over een periode van 196 jaar betekent dit een gemiddelde aandelenbonus van 3,5 procent (Siegel 1999; 2001). Claus en Thomas, die gebruik maakten van gegevens van de zes grootste aandelenmarkten na 1985, schatten dat de aandelenbonus rond 3 procent ligt (Claus en Thomas 2001). Dickson, Marsh en Staunton die zich baseren op historische indexen van 16 effectenbeurzen, laten de aandelenbonus tot 4,3 procent dalen. Daarvan is 1,7 procent het resultaat van toevalligheden zoals die door Siegel worden gemeld. Hierdoor blijft een effectieve bonus van slechts 2,6 procent over (Dickson e.a. 2002).

Gezien de laatste crash is de vraag of deze herziene resultaten duurzaam zijn, natuurlijk veel belangrijker. Dit roept op haar beurt vragen op over de achtergrond van de hausse in de jaren negentig. In zijn bestseller *Irrational Exuberance* uit 2000 geeft Shiller een lijst van in totaal twaalf 'bevorderende factoren'. Die lopen van de internetzeepbel tot de belastingverlaging op de ondernemingswinst, waarbij Shiller vooral ingaat op de zelfvervullende, irrationele aard van een dergelijke hausse. Tegelijk houdt hij zich echter wijselijk op de vlakke ten aanzien van de invloed die men aan deze irrationaliteit moet toedichten. Op grond van het zichzelf vervullende karakter van de laatste hausse en de groeiende discrepantie tussen de reële, onderliggende waarde, voorspelde Shiller, daarbij gebruik makend van inzichten afkomstig uit de 'feedback'-theorie, een koersval van 50 procent in vergelijking met de koersen van medio 2000. In dat jaar implodeerde inderdaad de zeepbel, waarna de aandelenkoersen aan een glijvlucht beginnen die pas onlangs lijkt te zijn beëindigd (Shiller 2001: 209).

Anderen waren minder voorzichtig en hielden vol dat de zeepbel op de aandelenmarkten in de jaren negentig hoofdzakelijk het gevolg van een 'schaarste-effect' was. Verleid door koerswinsten met dubbele cijfers in het midden van de jaren negentig, investeerden institutionele beleggers steeds grotere bedragen in binnenlandse en ook steeds meer in buitenlandse aandelen. Daarbij dreven ze en passant de prijzen van de door hen gekochte aandelen op, waarna een 'deugdzame cyclus' van aandeleninflatie op gang kwam die alleen maar meer beleggers aantrok (Toporowski 2000: 49-63). Voeg hierbij de enorme hoeveelheden aandelen die als gevolg van terugkoop of van fusies en overnames van de beurs verdwenen (Brenner 2002: 146-153), plus het kleine aanbod staatsobligaties als gevolg van de nieuwe gril om de overheidsbegroting in evenwicht te houden (Ferguson 2001: 318), en het is gemakkelijk te begrijpen waarom de aandelenkoersen tot historische hoogten reikten (O'Sullivan 2000; Lazonick en O'Sullivan 2001; Brenner 2002; Shiller 2000).

Interessant is dat een aantal financiële economen onlangs is gestart met onderzoek naar het verband tussen demografische veranderingen en de vraag naar aandelen, om te onderzoeken of de levenscyclus van de babyboomers de hausse en de daaropvolgende ineenstorting van de aandelenmarkten kan verklaren. Volgens deze stelling worden pensioenfondsen beïnvloed door veranderingen in de verhouding tussen hen die bijdragen en hen die genieten van pensioenen. Daardoor verandert het investeringsgedrag geleidelijk. In de levenscyclus van een pensioenfonds volgt na een zogenaamde 'expansiefase' dus een periode van relatief evenwicht die men de 'rijpingsfase' noemt. Uiteindelijk volgt, afhankelijk van de demografische en/of economische evolutie, een ultieme fase met het 'onttrekken' van middelen aan (of het 'leeghalen' van) het pensioenfonds (Toporowski 2000: 69-90).

Tijdens zijn eerste levensfase is het pensioenfonds vooral koper van aandelen, heeft het alleen een beperkte behoefte aan liquiditeiten en is het in staat om als een loyale, langetermijnbelegger op te treden (Engelen 2002). Dit verandert als de 'rijpingsfase' nadert. Als de som van de opeisbare verplichtingen een zekere drempel heeft bereikt, wordt het pensioenfonds gedwongen om de voorraad voorzichtige beleggingen af te bouwen ten einde het rendement te maximaliseren. Zo verandert het pensioenfonds geleidelijk in een nettoverkoper van aandelen als gevolg van de

groeïende behoefte aan liquiditeiten. Dat leidt tot een meer 'speculatieve oriëntatie', met een voorkeur voor meer liquide beleggingen. Volwassen pensioenfondsen hebben bijgevolg de neiging om zich te concentreren op financiële centra die aan de top van de mondiale markthiërarchie staan, weg van de lokale centra waar de meeste van de premiebetalers leven of weg van de kleine en middelgrote bedrijven waar de meeste premiebetalers werken, waardoor deze sectoren en segmenten relatief geldarm achterblijven (Martin en Minns 1995). Nu vele grote bedrijfs- en sectorpensioenfondsen sinds de jaren zeventig een rijpe leeftijd hebben bereikt, bestaat de verwachting dat de krachten die de spectaculaire koerswinsten van de jaren negentig aandreven, de komende decennia in hun exacte tegendeel zullen komen te verkeren, wat stagnerende of zelfs dalende beurskoersen tot gevolg zal hebben (Dent 1998; Siegel 1998; Sterling en Waite 1998; Toporowski 2000).

De relevantie van deze stelling is duidelijk. Kenmerkend voor de pleidooien voor een kapitalisatiestelsel is de vooronderstelling dat pensioenfondsen niet of tenminste niet in dezelfde mate onderhevig zijn aan demografische 'druk'. De empirische bewijzen zijn echter niet eenduidig. Poterba, die gegevens uit de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Canada van de laatste 75 jaar gebruikte, beweert dat er geen sterk empirische bewijs is voor een verband tussen de demografische structuur en de koerswinsten. De ontsparringsthese zou in elk geval niet juist zijn, aldus Poterba, omdat de ontsparring over een veel langere periode plaatsvindt en veel minder uitgesproken is dan de spaarbeweging (Poterba 1998; 2001).

Het is onduidelijk of Poterba's onderzoek inderdaad de demografische verklaring voor de beurs-hausse weerlegt. Zoals Poterba zelf opmerkt, bevat zijn 'geprojecteerde vraagvariabele voor aandelen' alleen de bijdragen aan lijfrentepolissen en andere vrijwillige individuele pensioenplannen ("defined contribution plans") en laat ze verplichte bijdragen aan collectieve pensioenfondsen ("defined benefit plans") buiten beschouwing (Poterba 2001: 583). Doordat het juist pensioenfondsen zijn die gevoelig zijn voor demografische ontwikkelingen en zij bovendien bijna de helft van de totale pensioengelden in de Verenigde Staten (en een nog veel hoger percentage in Nederland, Canada, Australië en Zwitserland) beslaan, is Poterba's conclusie op zijn zachtst gezegd voorbarig. Miles, bijvoorbeeld,

presenteert cijfers die aantonen dat als men de individuele en collectieve pensioengelden bij elkaar optelt, er wel degelijk sprake is van een demografisch effect.

“Hoewel er slechts een geringe daling in de financiële waarden die direct in het bezit zijn van huishoudens waarneembaar is wanneer haar leden met pensioen gaan, is er een uitgesproken daling van de totale, directe zowel als indirecte, bezittingen van het huishouden. Ofte wel, de spaarquote is veel lager wanneer men een ruime definitie van bezittingen hanteert” (Miles 1999: 8).

Een tweede bedenking betreft al dan niet vermeend ‘Amerikaans exceptionalisme’. Recente studies wijzen uit dat de demografische ontwikkeling in Europa en de Verenigde Staten sterk verschillen. Door een voortdurende toestroom van migranten en een structureel hogere vruchtbaarheidsgraad is de Amerikaanse bevolking veel jonger dan de Europese (US census 2000, UN 2001b, Toporowski 2000: 145). De demografische gevolgen voor de spaarquote en ook voor de vraag naar aandelen zouden in de Verenigde Staten dus beduidend geringer zijn dan in Europa, wat betekent dat er in Europa wel demografische ontsparing zou optreden maar in de Verenigde Staten niet.

Met dit argument houdt Poterba gedeeltelijk rekening door behalve Canada ook het Verenigd Koninkrijk in zijn analyses te betrekken. Maar zelfs indien er in deze landen weinig verschillen in ‘leeftijdseffecten’ bestaan, dan nog kan het tegenargument van ‘exceptionalisme’ onschadelijk worden gemaakt door de smalle definitie van bezit te vervangen door een ruime. Aan de andere kant vooronderstelt dit wel dat immigranten snel en soepel worden opgenomen in collectieve pensioenregelingen. Tot op heden doet zich in de Verenigde Staten inderdaad een continue groei van het aantal deelnemers aan collectieve pensioenregelingen voor, wat er op wijst dat migranten en andere nieuwkomers inderdaad snel en makkelijk

worden opgenomen in bedrijfs- en sectorpensioenfondsen, waardoor de demografische druk in de Verenigde Staten inderdaad minder sterk is.

Een laatste opmerking betreft de toegenomen internationale integratie van financiële markten. De ontsparingstheze veronderstelt een gesloten financieel systeem, aldus Poterba (1999: 583). Omdat er zowel sprake is van een geleidelijke integratie van kapitaalmarkten alsook van een toegenomen internationalisering van de investeringsstrategieën van pensioenfondsen – zowel als gevolg van rijpingseffecten als van de mondiale liberalisering van kapitaalmarkten (Lütz 2002) –, zullen ruime en liquide kapitaalmarkten, zoals die van Wall Street en de Londen Stock Exchange, belangrijke magneten blijven van buitenlandse pensioengelden. Als gevolg daarvan zullen de neerwaartse effecten van de demografische verandering binnen Amerikaanse pensioenfondsen worden tegengegaan, terwijl Europa geleidelijk zal verworpen tot een reservaat van grijze beleggers die voor hun rendementen aangewezen zijn op de Amerikaanse en – in mindere mate – Britse kapitaalmarkten.

Bovendien is nader onderzoek nodig naar het gemak en de snelheid waarmee migranten worden opgenomen in collectieve pensioenregelingen alvorens een beleid van open grenzen als gedeeltelijke oplossing voor de problemen van de vergrijzende samenleving kan worden aangeprezen.

Hoewel deze argumenten en tegenargumenten niet alle tegelijk waar kunnen zijn, leren zij dat nader onderzoek nodig is alvorens men de ontsparingstheze terzijde kan schuiven. Vooral de prijzeffecten van de toestroom van buitenlandse pensioengelden op de Amerikaanse aandelenkoersen moet nauwkeuriger worden onderzocht. Bovendien is nader onderzoek nodig naar het gemak en de snelheid waarmee migranten worden opgenomen in collectieve pensioenregelingen alvorens een beleid van open grenzen als gedeeltelijke oplossing voor de problemen van de vergrijzende samenleving kan worden aangeprezen.

Financialisering en de logica van de pensioenfondsen

Dat de betwistbare beloften van het kapitalisatiesysteem niet werden opgemerkt, heeft niet alleen te maken met de beurshausse van de late jaren negentig die beleidsmakers en investeerders met hoge winsten verblindde, maar ook met de ingewikkelde verhouding tussen kapitalisatiestelsel, beurshussen en aandeleninflatie én de algemene veranderingen in de productieve sfeer. Over die verhouding gaat deze paragraaf.

De doelstellingen van de pensioenfondsen

In het algemeen hebben pensioenfondsen vier doelstellingen: (i) het verkleinen van de risico's, (ii) het vergroten van de rendementen, (iii) het verzekeren van voldoende liquiditeit en (iv) het verminderen van de kosten. Omdat pensioenen uitgestelde lonen zijn, zijn er geen goede redenen om de risico's zoveel mogelijk te spreiden. Om die reden is het voor fondsbeheerders zinvol om het bezit te spreiden over een groot aantal soorten typen beleggingen met complementaire risico- en winstprofielen. Hetzelfde geldt voor het maximaliseren van het rendement. Omdat de overschotten afkomstig van koerswinsten bij openbare en sectorale pensioenfondsen in lagere bijdragen en in het geval van bedrijfsfondsen in substantiële terugbetalingen en/of lagere bijdragen worden vertaald, hebben de 'opdrachtgevers' (de sponsorende bedrijven) een duidelijk belang bij het scheppen van een omgeving die de 'uitvoerders' (de pensioenbeheerders) stimuleren om zo hoog mogelijke resultaten na te streven.

De derde doelstelling is nauw verbonden met de levenscyclus van pensioenfondsen, waarin de verhouding tussen pensioenbetalers en pensioentrekkeners langzaam verandert en waardoor de loyale, langetermijnbelegger van weleer verwordt tot een zuivere speculant. Dit proces wordt aangedreven door een groeiende behoefte aan liquiditeit, die pensioenfondsen dwingt om de meest liquide markten op te zoeken en op deze markten de meest liquide aandelenfondsen. Omdat verkoopbeslissingen de prijs van aandelen negatief kan beïnvloeden, pogen pensioenfondsen te voorkomen dat zij gevangenen van hun eigen investeringen worden. Dit verklaart in hoge mate de beslissing om te investeren in die aandelen categorieën die gemakkelijk verhandelbaar zijn en de voorkeur voor goed ontwikkelde aandelenmarkten als die van Londen en New York. Wettelijke investe-

ringsbeperkingen versterken deze voorkeuren alleen maar.

Tenslotte zijn er nog belangrijke schaalvoordelen te behalen. Hoewel het lastig is om aan betrouwbare gegevens te komen omdat fondsen wettelijk niet verplicht zijn om hun kosten en beloningen openbaar te maken, is het duidelijk dat het beheer van een pensioenfonds duur is. De kosten schommelen tussen 0,2 en 0,4 procent voor een portfolio ter waarde van 22,5 miljoen tot 45 miljoen euro. Boven dat bedrag valt er te onderhandelen. Beheer van een obligatieportefeuille kost ongeveer de helft hiervan. Bovenop het managementloon komen nog commissielonen, lidmaatschapskosten, beursbelastingen, omzetvergoedingen, advertentiekosten, computerinvesteringen, enz. Bovendien zijn er substantiële kosten bij het selecteren van nieuwe managers en het invullen van nieuwe functies. Reputaties beoordelen is niet alleen duur, maar ook met onzekerheid omgeven.

Om te begrijpen hoe deze doelstellingen tezamen een bindende 'logica' kunnen vormen, moeten we de investeringsbeslissingen van pensioenfondsen gedetailleerder analyseren en de beleidswijzigingen van de voorbije periode in verband brengen met de veranderde risicoprofielen van pensioenfondsen. Over het algemeen staan pensioenfondsen voor twee belangrijke managementbeslissingen. Ten eerste moeten ze beslissen of ze aandelen 'intern' of 'extern' zullen beheren, en, in het laatste geval, of ze dit 'intensief' of 'extensief' willen doen. 'Intensief management' is beheer door een klein aantal externe managers. Hun relatie met het pensioenfonds is langdurig, op vertrouwen gebaseerd en het beste als 'relationeel' te omschrijven. Het beheer beperkt zich tot een gering aantal beleggingscategorieën. 'Extensief management' daarentegen is beheer door een groot aantal met elkaar concurrerende externe managers die een kortlopende verhouding met het pensioenfonds hebben – een jaar of korter – en wier oriëntatie op zijn best opportunistisch is. Hun relatie kan men het beste als 'competitief' typeren. Ze beheren een groot aantal zeer specifieke beleggingscategorieën (Clark 2000: 81-85).

Een groot, maar onvolwassen sectoraal pensioenfonds dat in de vroege jaren vijftig is opgericht, koos in die tijd voor intern management omdat toen een weinig ontwikkelde externe markt voor managementdiensten bestond. Bovendien konden de interne beheerskosten gemakkelijk in toom worden gehouden, omdat er nauwelijks gevaar

bestond dat interne beheerders door externe wer- den weggekaapt met zes-cijferige bonussen. Ten- slotte volgden pensioenfondsen in die jaren con- servatieve investeringsstrategieën die gebaseerd waren op eenvoudige gestandaardiseerde finan- ciële gegevens en bestonden ze uit een beperkt aantal traditionele beleggingscategorieën als onroerend goed, edelmetaal, staatsobligaties en een klein pakketje goudgerande aandelen. Dit gebeurde niet alleen vanwege het beperkte aan- bod, maar ook omwille van intrinsieke redenen. Als het aantal premiebetalers groter is dan het aantal pensioentrekkers, nodigt het risicoprofiel van het pensioenfonds uit tot risicomijdend in plaats van winstmaximaliserend gedrag. Het is de structuur van hun verplichtingen die pensioen- fondsen aanzet tot geduldige investeringen in goudgerande aandelen die zij loyaal beheren. Dit is het archetypische pensioenfonds dat in de progressieve Angelsaksische literatuur wordt opgevoerd als redder in de speculatieve nood van het post-Enron-tijdperk (Roe 1994; Hutton 1995; Blackburn 2002).

Maar dit pensioenfonds is niet meer. Door het vol- wassen worden verschoof langzaam de balans tus- sen risicovermindering en winstverhoging, ter- wijl de groeiende behoefte aan liquiditeit de spanning tussen deze twee doelstellingen alleen maar vergrootte. Zodra pensioenfondsen op rijpe- re leeftijd komen, groeit hun neiging om gangba- re beleggingsnormen en -praktijken los te laten en over te gaan tot speculatiever gedrag dat wordt gekenmerkt door een koortsachtig zoeken naar rendement belovende innovaties. Als gevolg daar- van worden steeds meer gespecialiseerde en inge- wikkelde beleggingscategorieën ontwikkeld, die op hun beurt een verdere externalisering van het beheer mogelijk maken, waardoor uiteindelijk een zeer complexe verdeling van beheerstaken ontstaat.

De directe krachten die dit proces aandrijven zijn: (i) groeiende informatiever schillen, die beheer- ders confronteert met de noodzaak om ontwikke- lingen te volgen in een sector die aan constante verandering onderhevig is en steeds opnieuw intransparante producten afscheidt, en (ii) een arbeidsmarkt die meer en meer trekken gaat ver- tonen van een transfermarkt met opportunistische managers, huizenhoge bonussen, wankel reputa- ties en extreem hoge baanmobiliteiten.

Als gevolg van de toenemende complexiteit van de financiële sector beperkt de invloed van het bestuur van pensioenfondsen zich meer en meer tot globale beslissingen over de spreiding van het vermogen over verschillende beleggingscatego- rieën en de keuze van specialistische 'consultants' die bemiddelen tussen bestuur en externe managers en betaald worden om de verschillende managers voor de beleggingscategorieën te selec- teren. Om dat te doen worden gedetailleerde prestatie- en reputatiebeoordelingen gebruikt die op hun beurt worden geproduceerd door specia- listische onderzoeksbedrijfsjes.

Het cruciale punt is dat het rijpingsproces waar- aan pensioenfondsen onderhevig zijn een krachti- ge stimulans is geweest voor de gelijktijdige groei, consolidatie en specialisatie van de finan- ciële sector. De prikkel tot consolidatie heeft te maken met de wens om de kosten van fondsbe- heer te verlagen en de bijbehorende schaalvoor- delen te kunnen innen. Deze laatste betreffen zowel de aanbod- als de vraagzijde. Aan de vraag- zijde kunnen schaalvoordelen worden geboekt door fusies van pensioenfondsen. Deze oplossing wordt door steeds meer pensioenfondsen geko- zen. Een tweede manier is management en beheer opsplitsen en deze taken aan verschillende externe leveranciers toekennen. Een derde manier is het samen oprichten van gespecialiseerde fond- sen.

De aanbieders van beleggingsadviezen kunnen hun kosten onder controle houden door het beheerd vermogen te vergroten. Niet alleen omdat belastingen en commissies veelal regressief zijn, maar ook omdat schaalvergroting de tussen- personen meer macht geeft waardoor ze een bete- re prijs kunnen bedingen bij onderhandelingen. Dit heeft geleid tot consolidatie van de markt voor advies en beheer. De toptien van managers beheert 6.300 miljard dollar op een mondiaal totaal van 15.000 miljard dollar aan pensioengel- den, terwijl de volgende 40 managers 7.600 mil- jard dollar beheren. De adviesmarkt, waar de grootste tien bedrijven 5,8 miljard dollar aan kapitaal vertegenwoordigen, is al evenzeer een quasi-oligopolie (Trainor 2002).

De druk om te specialiseren is bijna net zo sterk. Nu rijpheid pensioenfondsen dwingt tot meer risico in hun jacht op hogere rendementen en de behoefte aan liquiditeit investeringen in minder

liquide, risicovollere en daardoor ook beter renderende beleggingscategorieën in de weg staat, zoeken veel pensioenfondsen een uitweg uit dit trilemma in een verdere differentiëring van beleggingscategorieën en hierbinnen van investeringsproducten. Als gevolg van deze vraag ontstaan zeer specialistische niches die worden bezet door kleine, ambachtelijke aanbieders van financiële diensten en producten, de zogenaamde 'boetiëks', die ofwel zeer innovatief en zeer kostbaar zijn ofwel zeer goedkoop en louché. De vraag van pensioenfondsen is aldus een van de voornaamste drijvende krachten achter de wildgroei aan financiële derivaten.

Deze ontwikkelingen leiden tot een steeds gefragmenteerdere markt voor financiële diensten en producten. Enerzijds bestaande uit een groot, stabiel segment dat wordt bevolkt door een handvol gereputeerde firma's, en anderzijds uit een segment dat bestaat uit een groot aantal gespecialiseerde aanbieders van zeer risicovolle maar potentieel ook zeer winstgevendende producten. Hoewel het merendeel van het kapitaal nog altijd stroomt naar het eerste marktsegment, dirigeren fondsbeheerders, zeker sinds de aandelencrash, steeds grotere bedragen naar het tweede segment, ondanks de ondoorzichtigheid ervan, het ontbreken van gevestigde reputaties, en het gebrek aan externe controle erop door financiële pers en publieke toezichhouders.

De afgelopen decennia hebben deze ontwikkelingen de financiële sector veranderd van een bedrijvigheid die ten dienste stond van andere sectoren tot een op zichzelf staande groeisector. De totale waarde van de Amerikaanse financiële industrie steeg van 1.000 miljard dollar in 1990 tot bijna 1.800 miljard dollar in 1999. Uitgedrukt in procenten van het BNP komt dat neer op een groei van 17,4 procent tot bijna 20 procent. De totale werkgelegenheid in de financiële dienstverlening is tussen 1970 en 1998 gestegen van 3,6 miljoen tot 7,7 miljoen banen. De omzet van de Amerikaanse beleggingsindustrie is gestegen van 19 miljard dollar in 1980 tot 266 miljard dollar in 1999, terwijl het netto-inkomen vóór belastingen over dezelfde periode steeg van 3 miljard tot 29 miljard dollar. De omzet van de New York Stock Exchange vertwintigvoudigde voor wat betreft het aantal verhandelde aandelen – van 11 miljard in 1980 tot 265 miljard in 2000 –, terwijl de waarde ervan steeg van 382 miljard dollar in 1980 tot 11.000 miljard dollar in 2000. Als men daar het toegenomen gewicht van het inkomen

uit belegging in de omzet van niet-financiële ondernemingen, die in de jaren negentig steeg tot 45 procent alvorens terug te vallen tot 35 procent (Krippner 2002), aan toevoegt, kan men het sterk toegenomen belang van de financiële industrie voor de Amerikaanse economie als geheel moeilijk overschatten.

De gevaren van de financialisering

Betekent dit financialisering? Een gefinancialiseerde economie is uiteraard meer dan een economie met een ruime en diepe aandelenmarkt. De New York Stock Exchange is altijd al diep en liquide geweest, maar is pas de laatste twee decennia veranderd in het embleem van het Amerikaanse kapitalisme van vandaag (Krier 2002). Financialisering verwijst naar een geleidelijk proces waarin financiële waarden, gepropageerd door financiële pers en belangengroepen (Harmes 1998; 1999), leidende institutionele en organisatorische normen worden (Froud e.a. 2000: 103-104), waarbij de financiële sector door zijn omvang steden, regio's en zelfs nationale economieën begint te domineren (Minns 1980; Martin en Minns 1995). Financialisering gaat verder dan een structurele verschuiving van de secundaire naar de tertiaire sector die door auteurs als Castells, Sassen en Bell aan de hand van aantallen werknemers, bedrijven, aandelenkapitaal, geldstromen, winsten en investeringen is beschreven en geanalyseerd. Financialisering behelst de vestiging van een compleet nieuw accumulatieregime dat als oplossing begrepen moet worden voor de structurele contradicties van het hedendaagse kapitalisme, zoals een aantal auteurs heeft voorgesteld.

Op grond van postmarxistische (Aglietta en Breton 2001; Boyer 2000) of postkeynesiaanse perspectieven (Minsky 1992; Toporowski 2000; Whalen 1999), of door een combinatie van beide (Pineault 2001), hebben deze auteurs de afgeleide aard van publieke aandelenmarkten benadrukt en hebben zij de vraag naar aandelen van pensioenfondsen en andere institutionele investeerders aangewezen als voornaamste verklaring voor het omkeren van het oorzakelijk verband tussen de reële en de financiële economie, dat, in de woorden van Robert Boyer, kenmerkend is voor een 'financieel aangedreven accumulatieregime' (2000: 116).

Met name Toporowski heeft gesteld dat de grote instroom van pensioenbijdragen vanaf het midden van de jaren zeventig het 'ondernemerskapi-

talisme' van eertijds heeft veranderd in het huidige 'rentenierskapitalisme'. Gezien de vluchtigheid en de onzekerheid van de winsten uit kapitaalsinvesteringen, zijn aandelenmarkten ongeschikte bronnen voor productief kapitaal. In plaats daarvan fungeren aandelenmarkten louter ter 'herfinanciering' van reeds gepleegde investeringen en bieden zij primaire 'eigenaars' slechts de mogelijkheid om uit te stappen door hun eigendomstitels (aandelen) te verkopen aan anonieme derden. Initiële openbare emissies voegen derhalve geen nieuw 'productief kapitaal' toe aan de totale kapitaalvoorraad, terwijl kapitaal verkregen uit nieuw uitgegeven aandelen door reeds genoteerde ondernemingen zelden wordt gebruikt voor productieve doeleinden (2000: 22-23).

Hoewel aandelenmarkten voor productieve processen van marginaal belang zijn, leidde de excessieve instroom van pensioengelden tot een dusdanige aandeleninflatie dat bedrijven in toenemende mate in renteniers veranderden die niet langer investeerden in het primaire proces maar hun winsten gebruikten voor het doen van overnames, het opzetten van fusies of het terugkopen van eigen aandelen. Omdat stijgende aandelenprijzen investeringsmogelijkheden bieden die meer liquide zijn, meer opbrengen en minder onzeker zijn dan investeringen in vast kapitaal – zeker onder condities van mondiale overcapaciteit – dicteert de bedrijfseconomische rationaliteit een grotere aandacht voor de financiële sfeer en haar kortzichtige winstoriëntatie (2000: 29 e.v.). Zoals Toporowski stelt:

“De bijdrage van gekapitaliseerde pensioenregelingen aan de Amerikaanse en Britse economie was een ongekende inflatie van de kapitaalmarkten waarin onproductieve overnames en de bedrijfsherstructureringen bloeiden, terwijl de industriële productie en de werkgelegenheid stagneerde” (2000: 53).

Dat proces werd nog versterkt door de alomtegenwoordigheid van financiële data, die worden geproduceerd en verspreid door een complex netwerk van instituties en organisaties die middels

een voortdurende 'geruchtenstroom' speculatieve verlangens bij zowel financiële als niet-financiële handelaren voedt (2000: 41, 148).

In een recent artikel noemen Froud e.a. een drietal voorwaarden waaraan nationale economieën moeten voldoen om een gelijke mate van financialisering door te maken als het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten kenmerkt. Dat zijn: (i) de aanwezigheid van een voldoende aantal beleggers die aandeelhouderswaarde najagen, (ii) voldoende mobiel kapitaal en (iii) genoeg vrijheid voor managers om de mobiliteit van productiefactoren (lees: arbeid) te verhogen (Froud e.a. 2000: 105).

Duitsland als voorbeeld bij uitstek van een niet-gefinancieerde economie nemend, is het zonneklaar dat men aldaar hard op weg is om aan

deze voorwaarden te voldoen. De gedegen analyse door het Keulse Max Planck Instituut van de veranderde managementpraktijken in grote Duitse ondernemingen toont aan dat “de stijgende oriëntatie van bedrijven op de internationale financiële markten en het groeiende belang van de 'overnamemarkt' voor de disciplineren van managers” heeft geleid tot “veranderingen in de verdeling van de toegevoegde waarde [...] onder de verschillende belanghebbenden”, meer bepaald van werknemers naar aandeelhouders (Beyer en Hassel 2002: 327).

Omdat de meeste wettelijke veranderingen die bedoeld waren om een overnamemarkt mogelijk te maken, van recente datum zijn, terwijl andere, zoals de harmonisering van boekhoudkundige regels, nog in ontwikkeling zijn (Clark 2003), is het redelijk om te veronderstellen dat deze ontwikkelingen in de nabije toekomst zullen versnellen. Het hoeft geen betoog dat de geleidelijke invoering van een kapitalisatiestelsel in het Duitse pensioensysteem, zoals de regering-Schröder voornemens is, deze tendens alleen maar zal versterken. Er is dan immers een voldoende groot stroom aan mobiel kapitaal [voorwaarde (ii)] voorhanden, naast beleggers die aandeelhouderswaarde najagen [voorwaarde (i)].

Financialisering behelst de vestiging van een compleet nieuw accumulatieregime dat als oplossing begrepen moet worden voor de structurele contradicties van het hedendaagse kapitalisme.

Welke gevolgen zullen deze veranderingen hebben? Ook al moeten we de eerdere waarschuwingen over de betrouwbaarheid van extrapolaties van multicausale processen in gedachten houden, het verhaal zou als volgt kunnen gaan. Wanneer men accepteert dat de welvaart van mensen afhangt van de capaciteit van bedrijven, sectoren en economieën om te innoveren en dat innovatie meer een kwestie van de juiste organisatie dan van genoeg poen of verstand is (Whitley 2000), dan volgt dat beleidsmakers zich niet zozeer zouden moeten richten op de mobiliteit van productiefactoren maar juist op het realiseren van de voorwaarden voor collectief leren.

'Geduldig kapitaal' is, aldus de snel groeiende literatuur over de 'lerende organisatie' (Lazonick 2000; O'Sullivan 2000), een van de belangrijkste voorwaarden voor innovatie. Deze doelstelling staat echter haaks op winst op de korte termijn en dus op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde nu. Het is duidelijk dat de door pensioenfondsen voorgestuwde financialisering, samen met de 'aandeelhouderscultus' van de jaren negentig, deze gang van zaken op zijn kop zet en het vermogen van bedrijven om op de lange termijn welvaart te genereren, uitholt.

De tweede voorwaarde heeft te maken met de mate waarin over de verdeling van de toegevoegde waarde intern kan worden beslist. Omdat het onzeker is welke toekomstige activiteiten de meeste waarde zullen genereren, moet de beslissing welke activiteiten wel of niet voor financiering in aanmerking komen in de handen worden gelegd van diegenen die over de rijkste en meest gedetailleerde informatie beschikken. Aandeelhouders, die slechts ruwe en gestandaardiseerde financiële informatie bezitten, zijn dat zeker niet. Werknemers hebben dat in de meeste gevallen wel.

De derde voorwaarde heeft te maken met de mate van organisatorische integratie van de onderneming. In het algemeen hebben organisaties die bestaan uit complexe vormen van toezicht en eenvoudige taken een lage graad van organisatorische integratie, terwijl ondernemingen met een eenvoudige toezichtstructuur en complexe taken een hoge graad van organisatorische integratie kennen. Omdat innovatie vooral te maken heeft met de mogelijkheden voor collectief leren, zijn organisaties die aan voortdurende kennisuitwisseling doen, superieur aan organisaties die bijna ondoordringbare muren hebben opgetrokken tus-

sen hun werkplaatsen, bedrijfseenheden en afdelingen.

Natuurlijk beïnvloedt financialisering de organisatie van ondernemingen niet direct. Maar als men kijkt naar het Amerikaanse voorbeeld, dan ziet men bedrijven waar managers steeds meer tijd en geld zijn gaan besteden aan het onderhouden van contacten met beleggers en het managen van de aandelenkoers. Deze veranderingen ziet men ook aan de samenstelling van het management. Naast managers die hun carrière binnen het bedrijf hebben opgebouwd en over een grondige kennis van de kleinste details van het product, het productieproces en de markt beschikken, zijn in toenemende mate managers gekomen die vooral een financiële achtergrond hebben en veel weten van de financiële sector en speculatieve beleggingen. Nu het management van de beurskoers meer en meer de plaats van het managen van de productie heeft ingenomen, is de kloof tussen bedrijfstop en werkvloer niet alleen in organisatorisch, maar ook in financieel, sociaal en cultureel opzicht groter en groter geworden. Een cultuur waarin zowel massa-ontslagen, geringe reële loonsverhogingen en een toenemend aantal precare arbeidscontracten voorkomen als buitensporige en soms frauduleuze zelfverrijking, kweekt gegarandeerd tegenstellingen, conflicten, vreemding en deloyaliteit. Dit is allesbehalve een vruchtbare voedingsbodem voor het wederzijdse vertrouwen dat nodig is voor een vrije en vlotte uitwisseling van inzichten, informatie en kennis (Capelli e.a. 1997; O'Sullivan 2000; Sennett 1998; Schor 1992).

Zoals Beyer en Hassel hebben opgemerkt zijn de gevolgen van de financialisering van de Duitse bedrijven voor andere instituties, zoals de arbeidsverhoudingen, het medebeslissingsrecht en de leercontracten, nog beperkt. Dat verleidt beiden tot het oordeel dat de 'functionele hechtheid' van deze institutionele arrangementen kennelijk minder stevig is dan de bekende duale modellen van het kapitalisme ('Rijnlands kapitalisme' versus 'Angelsaksisch kapitalisme') suggereren. In plaats daarvan stellen zij dat de "economische instituties in de verschillende sferen van de politieke economie veel losser met elkaar verbonden zijn dan wordt aangenomen en dat de specifieke nationale samensmelting van deze instituties meer te danken is aan historische toevalligheden dan aan systematische micro-economische schakels. [...] Als dit het geval is, dan zou minder geduldig kapitaal

wel eens gelukkig kunnen samenleven met een strenge arbeidswetgeving” (2002: 328-329).

De vraag is uiteraard of deze stelling (en het Duitse model zelf) bestand zal zijn tegen de effecten van financialisering, mocht de financiële sector ooit vrij spel krijgen om met de pensioengelden van de Duitse werknemer de aandelenbeurzen te overspoelen.

(vertaling: Guy Quintelier)

Referenties

- Aglietta, M. en Breton, R. (2001) 'Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation', *Economy and Society* 30(4): 433-466.
- Bader, V. M. (1997) 'The Arts of Forecasting and Policy Making', Bader, V.M. (red.) *Citizenship and Exclusion*, Basingstoke: MacMillan, 155-74
- Beyer, J. en Hassel, A. (2002) 'The Effects of Convergence. Internationalization and the Changing Distribution of Net Value Added in Large German Firms', *Economy and Society* 31(3), 309-32.
- Blackburn, R. (2002) *Banking on Death, or, Investing in Life. The History and Future of Pensions*, Londen: Verso.
- Bolkestein, F. (2001) 'Defusing Europe's Timebomb', speech given in Brussels, February 6, 2001.
- Boyer, R. (2000) 'Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis', *Economy and Society* 29(1), 111-45.
- Brenner, R. (2002) *The Boom and the Bubble. The US in the World Economy*, Londen: Verso
- Brooks, S.M. (2002) 'Social Protection and Economic Integration. The Politics of Pension Reform in an Era of Capital Mobility', *Comparative Political Studies* 35(5), 491-523.
- Caldwell, J.C. (2002) 'The Contemporary Population Challenge', Completing the Fertility Transition, New York: United Nations, 72-79.
- Capelli, P, Bassi, L., Katz, H., Knoke, D., Osterman, P. en Useem, M. (1997) *Change at Work*, New York: Oxford University Press.
- Clark, G.L. (2000) *Pension Fund Capitalism*, Oxford: Oxford University Press.
- Clark, G.L. (2003) *European Pension and Global Capitalism*, Oxford: Oxford University Press.
- Claus, J. en Thomas, J. (2001) 'Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets', *The Journal of Finance* 54, 5, 1629-1666.
- Clowes, M.J. (2001) *The money flood. How pension funds revolutionized investing*, New York: Wiley.
- Dent, H. (1998) *The Roaring 2000s*, New York: Simon and Schuster.
- Dickson, E., Marsh, P. en Staunton, M. (2002) *Triumph of the Optimists. 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton: Princeton University Press.
- Disney, R. (2000) 'Crises in Public Pension Programmes in OECD. What are the Reform Options?', *The Economic Journal* 110 (February): 1-23.
- Drucker, P. (1976) *The Unseen Revolution. How Pension Fund Socialism came to America*, Oxford: Oxford University Press.
- Engelen, E. (2002) 'Corporate Governance, Property, and Democracy. A Conceptual Critique of Shareholder Ideology', *Economy and Society* 31(3): 391-413.
- Engelen, E. (2003) 'How to Combine Openness and Protection? Citizenship, Migration and Welfare Regimes', *Politics and Society* 31(4).
- Ferguson, L. (2001) *The Cash Nexus. Money and Power in the Modern World 1700-2000*, New York: Basic Books.
- Froud, J., C. Haslam, S. Johal en K. Williams (2000) 'Shareholder Value and Financialization. Consultancy Promises, Management Moves', *Economy and Society* 29(1), 80-110.
- Harmes, A. (1998) 'Institutional Investors and the Reproduction of Neoliberalism', *Review of International Political Economy* 5(1): 92-121.
- Harmes, A. (1999) 'Investment Civilisation. Mutual Funds and the Cultural Underpinnings of Neoliberal Financial Orthodoxy', paper presented at the 40th Annual Meeting of the International Studies Association, Washington, 16-20 February 1999.
- Hutton, W. (1995) *The state we're in*, Londen: Jonathan Cape.
- Jacot, H. (2000) 'An Unsuspected Collectivism?', *New Left Review* 1, jan/feb 2000, 122-129.
- Jorion, P. en Goetzmann, W.N. (1999) 'Global Stock Markets in the Twentieth Century', *Journal of Finance* 54(3): 953-980.
- Korpi, W. (2002) 'The Great Through in Unemployment. A Long-Term View of Unemployment, Inflation, Strikes, and the Profit/Wage Ratio', *Politics en Society* 30(3): 365-426.
- Krier, D. (2002) 'Steps toward a Comparative Sociology of American Financial Institutions', paper presented at the 14th Annual Meeting of the Society for the Advancement of Socio-Economics, 27-30 June 2002, University of Minnesota, Minneapolis, MN.
- Krippner, G.R. (2002) 'What is Financialization?', ongepubliceerd paper, University of Wisconsin.
- Lazonick, W. (2000) 'From innovative enterprise to national institutions. A theoretical perspective on the governance of economic development', www.insead.fr/cgep.
- Lazonick, W. en O'Sullivan, M. (2000a) 'Maximizing Shareholder Value. A New Ideology for Corporate Governance', *Economy and Society* 29(1): 13-35.
- Lütz, S. (2002) *Die Staat und der Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Grossbritannien und den USA*, Frankfurt: Campus Verlag.

- Marglin, S. en Schor, J. (red.) *The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the Postwar Experience*, Oxford: Clarendon Press.
- Martin, R.L. en Minns, R. (1995) 'Undermining the Financial Bases of Regions. The Spatial Structure and Implications of the UK Pension System', *Regional Studies* 29: 125-144.
- Mayntz, R. (2002) 'Zur Theoriefähigkeit makro-soziale Analysen', Mayntz, R. (red.) *Akteure — Mechanismen — Modelle. Zur Theoriefähigkeit makro-soziale Analysen*, Frankfurt a.M.: Campus Verlag, 8-43.
- Mehra, R. en Prescott, E.C. (1985) 'The Equity Premium. A Puzzle', *Journal of Monetary Economics* 15: 145-161.
- Minns, R. (1980) *Pension funds and British capitalism. The ownership and control of shareholdings*, Londen: Heinemann.
- Minns, R. (1996) 'The Political Economy of Pensions', *New Political Economy* 1(3): 375-391.
- Minns, R. (2001) *The Cold War in Welfare. Stock Markets versus Pensions*, Londen: Verso
- Minsky, H. (1992) 'Reconstituting the United States' Financial Structure. Some Fundamental Issues', working paper no. 69, www.levy.org.
- Miles, D. (1999) 'Modelling the Impact of Demographic Change Upon the Economy', *The Economic Journal* 109: 1-36.
- Myles, J. en Pierson, P. (1998) 'Reforming Public Pensions', ongepubliceerd paper.
- OECD (1995) *The Transition from Work to Retirement*, Social Policy Studies No. 16, Parijs: OECD.
- OECD (1996) *Ageing in OECD countries. A Critical Policy Challenge*, Social Policy Studies No. 20, Parijs: OECD.
- OECD (1998) *Maintaining Prosperity in an Ageing Society*, Parijs: OECD.
- O'Sullivan, M. (2000) *Contests for Corporate Control. Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford: Oxford University Press.
- Pierson, P. (2000) 'Three Worlds of Welfare Research', *Comparative Political Studies* 33(6/7): 791-821.
- Pineault, E. (2001) 'Finance Capital and the Institutional Foundations of Capitalist Finance. Theoretical Elements from Marx to Minsky', ongepubliceerd paper, EHESS, Parijs.
- Poterba, J.M. (1998) 'Population Age Structure and Asset Returns. An Empirical Investigation, NBER Working Paper Series, Working Paper 6774, www.nber.org/papers/w6774.
- Poterba, J.M. (2001) 'Demographic Structure and Asset Returns', *The Review of Economics and Statistics* 83(4): 565-584
- Roe, M. (1994) *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton: Princeton University Press.
- Schludi, M. (2001) 'The Politics of Pensions in European Social Insurance Countries', *MPIfG Discussion Paper* 01/11.
- Schor, J. (1992) *The Overworked American. The Unexpected Decline of Leisure*, New York: Basic Books.
- Sennett, R. (1998) *The Corrosion of Character. The Personal Consequences of Work in the New Capitalism*, New York: Norton.
- Shiller, R.J. (2000) *Irrational Exuberance*, New York: Broadway Books.
- Siegel, J.J. (1998) *Stocks for the Long Run*, 2nd Ed., New York: McGraw Hill.
- Siegel, J.J. (1999) 'The Shrinking Equity Premium', *Journal of Portfolio Management* 26(1): 10-18.
- Siegel, J.J. (2001) 'Historical Results I', Equity Risk Premium Forum, November 8, 2001, www.aimr.com.
- Sterling, W. en Waite, S. (1998) *Boomernomics. The Future of Your Money in the Upcoming Generational Warfare*, New York: Ballantine.
- Toporowski, J. (2000) *The End of Finance. Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Londen: Routledge.
- Trainer, J. (2002) 'Understanding Pension Fund Corporate Engagement. Comments', unpublished paper, Oxford, Oxford University, 24-26 November 2002.
- United Nations (1999) *Replacement Migration. Is it a Solution to Declining and Ageing Populations*, New York: United Nations.
- United Nations (2001a) *Population, Environment and Development. The Concise Report*, New York: United Nations.
- United Nations (2001b) *World Population Prospects: The 2000 Revision*, vol. I. *Comprehensive Tables*, New York: United Nations.
- Weller, C. (2001) 'Programs without Alternatives. Public Pensions in the OECD', unpublished paper, www.insead.fr/cgep.
- Whalen, C.J. (1999) 'Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development', working paper no. 277, www.levy.org.
- Whitley, R. (2000) 'The institutional structuring of innovation strategies. Business systems, firm types and patterns of technical change in different market economies', *Organization Studies* 21(5): 855-86.
- World Bank (1994) *Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and Promote Growth*, New York: Oxford University Press.

Noten

1. Dit is een vertaling van 'The Logic of Funding. European Pension Restructuring and the Dangers of Financialisation' verschenen in *Environment & Planning A* 35(8), pp. 1357-1372.