

Toets van DNB voor pensioenen roept grote twijfels op

De Nederlandsche Bank houdt in opdracht van de wetgever toezicht op de pensioenfondsen en in principe is dat een goede zaak. Ongeveer 3,7 miljoen gepensioneerde Nederlanders zijn afhankelijk van hun maandelijks pensioen en nog veel meer actieve werkers zitten maandelijks hun pensioenrechten op te bouwen in het vertrouwen te zijner tijd een redelijk pensioen te mogen gaan genieten. In het kader van dit toezicht verplicht DNB de fondsen jaarlijks of bij een significante wijziging een zogenaamde haalbaarheidstoets uit te voeren. De haalbaarheidstoets geeft inzicht in hoeverre het pensioenfonds de komende 60 jaar in staat zal zijn zijn verplichtingen na te komen. Het pensioenbedrijf kent natuurlijk altijd risico's.

Het belangrijkste risico zit in de rendementen van de beleggingen, die van jaar tot jaar en zelfs van dag tot dag wisselen. Deze rendementen kunnen, zeker op langere termijn, niet exact worden voorspeld. Daarom verstrekt DNB elk kwartaal een zogenaamde scenario'set van 2000 gesimuleerde scenario's over het mogelijk rendementsverloop gedurende de komende 60 jaar. Deze scenario's zijn geformuleerd op basis van een econometrisch model. Voor ons doel kunnen wij de scenario's beschouwen als een resultaat uit een black box. De fondsen moeten dan op basis van elk van deze 2000 scenario's narekenen of het fonds in de komende 60 jaar de afgesproken pensioenverplichtingen kan waarmaken. Daarbij wordt een kans van 5% aanvaardbaar geacht dat dit niet zou kunnen gebeuren. Omdat men zo iets al lang van tevoren aan ziet komen kan men dan nog tijdig bijsturen via kortingen, premieverhogingen, en/of verhogen van de pensioengerechtigde leeftijd.



Illustratie: Rhonald Blommestijn

Op zich is deze haalbaarheidstoets natuurlijk verstandig. Men moet bij een dergelijke zaak niet over één nacht ijs gaan. Dan moet echter de black box die deze scenariosets produceert ook wel de werkelijkheid beschrijven. Daarover hebben wij ernstige twijfels. Elke scenarioset bestaat uit verschillende delen. Wij beperken ons hier tot de scenario's met betrekking tot de rendementen op aandelen. Wij hebben het (meetkundig) gemiddelde van deze 120.000 gesimuleerde rendementen voor de scenarioset van oktober 2016 berekend en we kwamen op een gemiddeld rendement van 4,8%. Wij hebben dit vergeleken met één ander scenario, namelijk de gerealiseerde jaarrendementen van de S&P500-aandelen van de New York Stock Exchange over de periode 1918-2015. Voor de S&P 500 vonden wij een gemiddeld rendement van 9,6%, het dubbele dus. Het verschil van 4,8% is een enorm verschil, maar de vraag is of het ook een statistisch significant verschil is. Te dien einde hebben wij de hypothese getoetst of het waarschijnlijk is dat het gemiddelde van de S&P500-rendementenreeks ook uit de DNB-black box zou kunnen zijn getrokken. Het blijkt dat de kans hierop minder dan één procent is. Naar onze mening hebben de uitkomsten van de black box — althans voor de beleggingscategorie 'aandelen' — weinig tot niets uitstaande met de werkelijkheid.

Nu zou men natuurlijk kunnen stellen dat de Amerikaanse aandelenmarkt over de afgelopen 100 jaar helemaal niet zou lijken op de markt waarmee Nederlandse pensioenfondsen anno 2016 en in de komende decennia worden geconfronteerd. Dit lijkt ons echter een boude stelling die nader bewijs zou vragen. In ieder geval voor de laatste decennia, waarin de aandelenbeurzen wereldwijd verknoopt zijn en onze fondsen voor een aanzienlijk deel rechtstreeks in Amerikaanse waarden beleggen, is dat niet vol te houden.

De MSCI World Index, de aandelenbenchmark voor de ontwikkelde economieën, is sinds 1970 zelfs nog meer gestegen dan de S&P500.

Een tweede mogelijkheid is dat er recentelijk een trendbreuk is opgetreden in de rendementen van aandelen. Dit wordt inderdaad door sommigen, onder wie de Amerikaanse econoom Summers, beweerd. Een analyse van de S&P 500 laat meerdere crashes zien vergelijkbaar met of zelfs groter dan de crash in 2008. Er was echter geen aanwijzing voor een trendbreuk. De wetenschappelijke bewijzen voor een trendbreuk zijn ook nu niet overtuigend en het verloop van de rendementen van serieuze Nederlandse pensioenfondsen geeft daar ook geen duidelijke indicatie voor.

Het voorschrijven van deze scenario's heeft natuurlijk wel een krachtig effect op de evaluatie van de toekomstige prestaties van pensioenfondsen. Wanneer namelijk het werkelijke langetermijnrendement 9,6% is en niet gemiddeld 4,8%, dan wordt de toekomst van de fondsen systematisch veel moeilijker ingeschat dan hij is en wordt dus ten onrechte paniek gezaaid. Uiteraard geldt ook dat wanneer de echte rendementen gemiddeld op 4,8% zouden zijn uitgekomen, terwijl de black box zou suggereren dat het gemiddelde 9,6% zou zijn, de haalbaarheidstoets een veel te rooskleurig oordeel zou hebben opgeleverd, waardoor fondsen veel te roekeloos zouden worden en veel te lage premies zouden vragen.

Gezien onze bevinding is er alle reden voor twijfel aan de validiteit van de haalbaarheidstoets in zijn huidige vorm. Mogelijk ligt de reden bij het achterliggende model en/of de econometrische schatting daarvan. Hoewel het een heroïsche poging is om rendementen in de toekomst te voorspellen, lijkt het toch vooralsnog een te zwak fundament om beleid op te baseren dat zulke dramatische effecten kan hebben voor het leven van miljoenen Nederlanders. Wanneer ons vermoeden juist is dat hetzelfde model en dezelfde black box ook zijn gebruikt door het CPB in recente beleidsbepalende rapporten met betrekking tot de pensioenproblematiek, die voor parlement, SER, en regering richtinggevend waren en zijn, dan is er des te meer reden tot een verdere herbezinning op de validiteit van het pensioenbeleid van de laatste jaren.

Prof.dr. B.M.S. van Praag is emeritus universiteitshoogleraar Economie van de Universiteit van Amsterdam. Drs.H.B.S. Hemmers heeft wis- en natuurkunde gestudeerd te Leiden en is oud-medewerker van Philips, Hollandse Signaal en Thales.



Meest gelezen



Ingetogen landhuis van textielbaron



Druk op top PostNL neemt toe om met Bpost om tafel te gaan



De Mol: 'Met PostNL dreigen we in het China van 1974 te belanden'