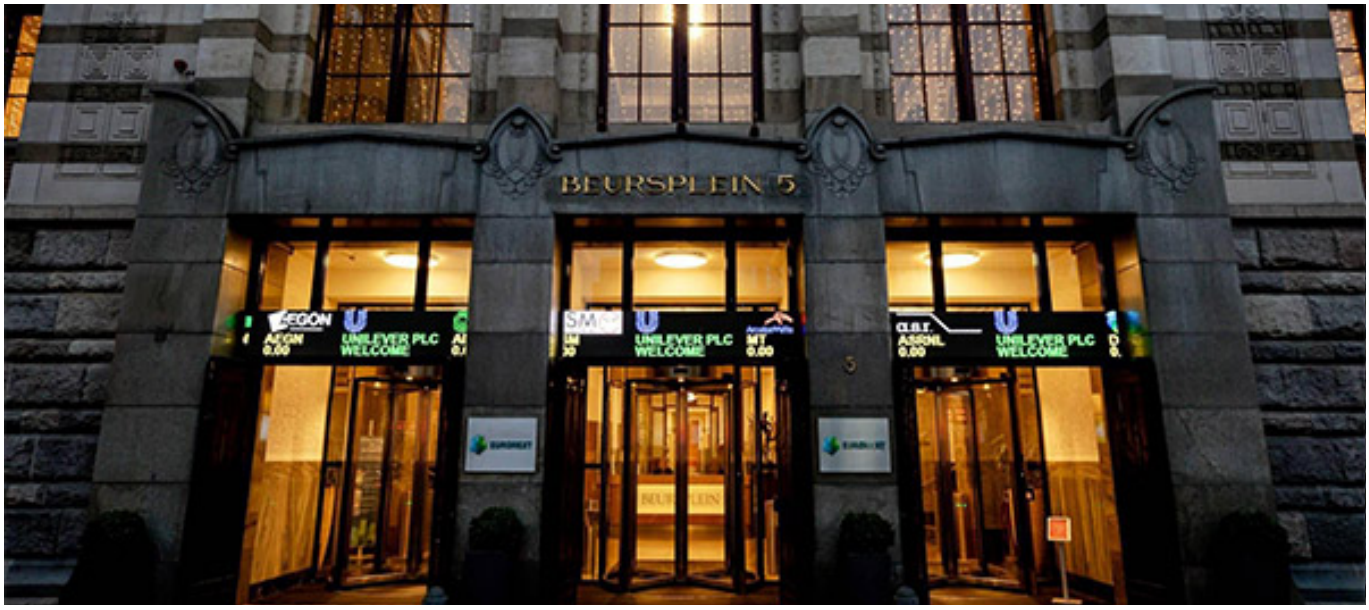


Het pensioenakkoord hoort in prullenbak

Posted on 7 augustus 2021 by Eduard Bomhoff

Niet omdat uw columnist nu toevallig een of meer van de uitgangspunten niet deelt, politiek eigenwijs is en ingaat tegen een moeizaam compromis. Nee, het Pensioenakkoord 2019 hoort in de prullenbak omdat het Centraal Planbureau (CPB) een fout antwoord heeft gegeven op de cruciale vraag over solidariteit.

Als de rekenaars bij het CPB hun huiswerk correct hadden gedaan was gebleken, dat het plan van de Sociaal-Economische Raad (SER) vraagt om aanzienlijke jaarlijkse offers: hogere premies en lagere pensioenen.

En als de Tweede Kamer had begrepen hoe duur de plannen van de SER (en van De Nederlandsche Bank – volgende week schrijf ik daar meer over) zouden uitpakken voor de premiebetalers en de gepensioneerden, hadden ze de minister kunnen vragen om dit plan weg te gooien en met een beter plan te komen voor de balans tussen collectief en individueel pensioen.

Niet alle solidariteit is gewenst

De minister van Sociale Zaken zag correct dat het nieuwe pensioenplan een groot stuk solidariteit had ingeleverd om andere desiderata groter gewicht te geven.

Nu zijn niet alle vormen van solidariteit gewenst. Vroeger hadden pensioenfondsen een eindloonregeling waarbij de hoogte van het pensioen afhing van het salaris in de laatste jaren van de carrière.

Mooi voor iedereen die in de loop van de jaren veel meer was gaan verdienen, maar zo betaalde de portier een deel van het pensioen van de directeur. Die vorm van solidariteit is terecht verdwenen in het nieuwe plan van de SER.

Minder beleggen in aandelen en meer in staatsschuld

Maar ook wat betreft de vorm van de beleggingen en de formule voor de hoogte en aanpassing van de ingegane pensioenen is er in het plan van de SER (onder druk van De Nederlandsche Bank) minder solidariteit en dat betekent in de praktijk minder beleggen in aandelen en meer in staatsschuld.

Omdat iedereen weet dat aandelen bij een lange horizon meer opbrengen dan staatsschuld, wilde de minister van het CPB weten of de keuze voor minder aandelen en meer staatsschuld de pensioenen veel lager zou maken.

Fatale berekeningen van het CPB

Het CPB rekende en toen ging het helemaal mis. De uitkomst dat het verlies in de pensioenen als prijs voor meer individualiteit beperkt zou blijven tot 3 à 8 procent is een veel te lage schatting.

De fatale berekeningen staan op naam van twee medewerkers van het CPB en een derde collega die nu werkt als researcher in Tilburg.

Marcel Lever is een ervaren onderzoeker op het gebied van vakbonden, produktiviteit en arbeidsmarkt. Zijn werk op die terreinen wordt veelvuldig geciteerd in binnen- en buitenland.

Thomas Michielsen heeft internationale erkenning verdiend voor zijn werk over energie, milieu en fusies van bedrijven. Maar dit werd hun eerste grote taak op financieel gebied.

Toepassen formule van Robert Merton is slecht idee

Voor de afweging tussen aandelen (meer rendement maar ook meer koersonzekerheid op korte termijn) en staatsschuld (betrouwbaar in nominale termen, maar veel lager renderend) gebruikten zij een formule uit 1969 van Robert Merton.

Meer recent hebben Eugene Fama (Chicago) en Robert Shiller de Nobelprijs gekregen, onder andere voor hun analyses dat de formule van Merton geschikt is voor beleggingen voor één jaar, maar onbruikbaar voor de lange horizon van pensioenfondsen.

In een mooi recent overzicht van 'Portfolios for Long-Term Investors' schrijft John Cochrane (Chicago, Stanford): 'Aandelen zijn betrekkelijk veilig voor lange-termijn beleggers.' En: 'Toepassen van Mertons beleggingstheorie heeft schipbreuk geleden'…. 'de laatste vijftig jaar hebben enorme vooruitgang laten zien in het beleggen, zowel in de theorie als in de statistische analyse. Om dan nu alles in een rekenmodel te gooien en het te laten oplossen met de formule van Merton is *obviously a bad idea*.'

Op langere termijn herstelt de beurs

Toch is dat precies wat Lever en Michielsen hebben geprobeerd in hun eerste poging tot modellering van aandelen en staatsschuld in een rekenmodel voor de pensioenen en ze hebben gefaald.

Hun basisfout (waar Fama, Shiller en Cochrane tegen waarschuwen) is de modellering van de aandelenkoersen met een jaarlijkse gemiddelde onzekerheid (standaard-deviatie), zonder in de berekeningen mee te nemen dat de beurs op langere termijn herstelt.

Koersen groeien mee met de economie

Een economie heeft eens in de zoveel jaar een recessie (dat gaat dan samen met sterk dalende koersen op de beurs), maar komt weer terug en dan maken bedrijven opnieuw winst.

Op lange termijn groeien de aandelenkoersen mee met de economie en wordt de val van de beurs in één of meer slechte jaren weer mooi goedgemaakt, zodat de verhouding tussen de omvang van de economie en de totale waarde van de beurs geen idioot hoge of lage waarden aanneemt.

Warren Buffett

De professionals weten dat beleggingsreus Warren Buffett graag een grafiek liet zien met het quotiënt van bruto binnenlands product en totale beurswaarde voor de VS; de CAPE van Shiller is ook alleen denkbaar omdat koersen op lange termijn het bruto binnenlands product omhoog volgen.

De twee rekenaars bij het CPB hebben dat gemist en hun rekenmodel is helaas 'obviously a bad idea'. Hun collega Sander Muns publiceerde onder eigen naam over zijn deelmodel voor de financiële markten en dat artikel is intussen 10 keer aangehaald, maar uitsluitend in Nederland.

Kwaliteitscontrole bij het CPB heeft gefaald

De twee CPB-auteurs zullen ook hebben gezien dat hun rekenwerk over pensioenen tot nog toe geen enkele aandacht krijgt over de grens, hoewel hun eerdere analyses op andere gebieden wel internationale erkenning verwierven.

Jammer ook, dat de kwaliteitscontrole bij de leiding van het CPB heeft gefaald: geen voetnoot bij de artikelen om buitenlandse referenten te bedanken (signaal dat die toetsing heeft ontbroken), geen poging om het rekenmodel gepubliceerd te krijgen in een internationaal tijdschrift, geen alarmbel wanneer de hoofdconclusie – minder aandelen leidt tot een heel gering verlies voor de deelnemers – zo hevig afwijkt van de consensus in de literatuur en in de praktijk.

Nederlandsche Bank

Volgende week nogmaals over de pensioenen: ‘Kwalijke rol Nederlandsche Bank bij pensioenplannen’.

Eduard Bomhoff schrijft wekelijks columns over politiek en economie in Wynia’s Week. Wilt u deze onafhankelijke berichtgeving steunen? Doneren kan op verschillende manieren. Kijk HIER. Hartelijk dank!