Tweede Kamer krijgt misleidende berekeningen van De Nederlandsche Bank

Posted on 3 december 2022 by Eduard Bomhoff

Deze week kreeg De Tweede Kamer een toezegging van minister Schouten dat de lang verwachte berekeningen van De Nederlandsche Bank (DNB) voor de pensioenfondsen uiterlijk op 13 december beschikbaar komen. Tegelijk met die belofte publiceerde de minister een rapport van 92 pagina's van de zogenaamde Commissie Parameters die uitlegt welke formules DNB daarbij gaat gebruiken.

In haar brief vat minister Schouten de formules samen, bij voorbeeld: 'Daarnaast adviseert de Commissie om af te stappen van de huidige extrapolatie-methode en over te gaan naar een constant-forward extrapolatiemethode van de rentetermijnstructuur.'

Uw columnist heeft veertig jaar college gegeven (en in Amerikaanse toptijdschriften gepubliceerd) over die rentetermijnstructuur, maar niet weinig studenten hebben er ieder jaar moeite mee. Daarom is het goed om te zien dat minister Schouten en

haar ambtenaren er genoeg van begrijpen om de nieuwe formules hartelijk aan te bevelen: 'een zeer nuttig en waardevol advies'.

Even blij

De Commissie Parameters komt niet alleen met erudiete uitspraken over de rentetermijnstructuur maar schrijft ook over de beurs. Bij lezing was ik een moment warm en erkentelijk omdat de commissie voor het eerst ingaat op mijn kritiek hier in *Wynia's Week* (bijvoorbeeld hier, hier en hier) en in *Me Judice*, de website voor door de redactie goedgekeurde economie-hoogleraren.

Ik hoopte even op een meer correcte aanpak van de rendementen op aandelen. Maar nee, de Commissie schrijft dat ze de berekeningen van prof Werker uit 2019, gebaseerd op een inmiddels teruggetrokken artikel van het CPB uit 2012, onveranderd handhaaft.

Onlogisch

De kritiek op de aanpak van de beurs bij DNB is tweeledig. Eén: zodra DNB het toezicht op pensioenen had overgenomen (een unicum in Europa), eisten juristen bij DNB – in een breuk met het beleid daarvoor – dat pensioenfondsen minder dan gemiddeld in aandelen moesten gaan beleggen. Dat kan logisch alleen maar kloppen wanneer DNB ook kan aangeven welke partijen dan méér dan gemiddeld in aandelen moeten beleggen. Immers, alle aandelen hebben ergens een eigenaar en de literatuur zegt consistent dat pensioenfondsen met hun superlange horizon de aangewezen partij zijn om veel te beleggen in aandelen met hun superieure rendementen, terwijl beleggers die zich geen plotselinge verliezen kunnen permitteren minder dan gemiddeld op de beurs moeten gaan. Dat is logisch, maar de juristen bij DNB hebben nooit geprobeerd om uit te leggen waarom zij dat andersom zien.

Verzekeraars verdienen, pensionado's verliezen

Dit jaar horen we daarom meer en meer de wantrouwige verklaring dat DNB samen met de werkgevers bezig is de pensioenfondsen alvast klaar te maken voor verkoop aan verzekeraars. Dat is namelijk makkelijker wanneer de fondsen vooral beleggen in staatsschuld, want dat gebruiken verzekeraars ook voor hun annuïteiten. Terecht hebben Kamerleden Van Kent (SP) en Leon de Jong (PVV) gewaarschuwd dat de

verzekeraars zo verdienen, maar de pensionado's een veel lager pensioen gaan krijgen.

Arnout Boot, Coen Teulings en Paul de Beer noemen een verschraling van meer dan twee procent per jaar op de beleggingen wanneer de pensioenfondsen onder dwang van DNB blijven bewegen in de richting van annuïteiten. Een ramp, speciaal voor de jongere deelnemers. DNB-functionaris Tjerk Kroes beweert dat de nieuwe wet voor hen gunstig uitwerkt, maar hoe meer pensioenen gaan lijken op annuïteiten, des te schraler ze worden en des te groter het risico dat ze geen bescherming meer kunnen bieden tegen toekomstige inflatie. Dat raakt jongere deelnemers natuurlijk het meest, want wie weet wat de inflatie is wanneer zij met pensioen gaan.

Het wantrouwen wordt nog gevoed door het feit dat twee van de zes commissieleden een specialisatie hebben in de advisering van verzekeraars, terwijl de voorzitter – in de goede Nederlandse traditie van ondeskundige voorzitters (oud-minister Dijsselbloem was haar voorganger) – van DNB komt.

Wel nagedacht over rente

Kritiekpunt twee is dat de Commisie Parameters en DNB wél hebben nagedacht over de rente in de toekomst en begrip tonen dat voorspellingen van de rente een moeilijk evenwicht vereisen van hopen dat een hoge rente misschien tijdelijk is, zonder in de kuil te vallen dat die hoge rente met zekerheid binnenkort weer terugkeert tot een of ander fictief lange-termijn gemiddelde.

De beste voorspelling van de rente van morgen is de rente van vandaag; de beste voorspelling van de rente over dertig jaar is niet een opstapeling van tienduizend onvoorspelbare kleine dagelijkse veranderingen, maar bevat ook een element van terugkeer uit extreme episodes. Dat zit in de formules van DNB.

Geen expertise met de beurs

Wat geldt voor de rente geldt natuurlijk ook voor de beurs: van dag tot dag is de beurs onvoorspelbaar, en dat aspect gaat mee in de formules van DNB. Maar op lange termijn keert de beurs altijd terug naar 'normale' waarden, alleen is dat – net als bij de rente – niet een kwestie van simpele schommelingen rondom een vast gemiddelde. In de Commissie Parameters zit niemand die serieuze reseearch-expertise heeft met de beurs, en dus doen ze mijn kritiek af met drie verwijzingen

naar de literatuur.

Terugkeer tot ‘normale’ waarden

Verwijzing één is naar een artikel uit 2012 van Laura Spierdijk (Twente), Jacob Bikker (DNB) en Pieter van den Hoek. Terecht benadrukken zij het belang van dit onderwerp: ‘Als slechte jaren op de beurs inderdaad op termijn worden gevolgd door goede jaren, is dat een reden voor pensioenfondsen [met hun lange horizon] om te investeren in aandelen wanneer de beurs is gedaald.’ Hun tabel 7 laat zien dat er voor de periode 1923-2009 geen twijfel is dat de beurs zich steeds op termijn herstelde van magere jaren.

Spierdijk c.s. leggen uit dat de golven op de beurs geen stabiel en voorspelbaar patroon hebben zoals de golven van de sinus en de cosinus op de middelbare school. Natuurlijk is er geen stabiel patroon in de golven want dat zou van de beurs een te makkelijke geldmachine maken, maar een terugkeer tot ‘normale’ waarden is er wel en wordt in het artikel overtuigend onderstreept.

Geen historische cijfers

De Commissie Parameters verzwijgt het bewijs in tabel 7, en stelt alleen dat het tempo en de duur van het herstel bij de beurs onduidelijk zijn. Dat wordt dan een excuus om er verder niets mee te doen. In de berekeningen van DNB kan de beurs dus tien jaar, twintig jaar of dertig jaar achter elkaar dalen zonder dat een herstel ook maar een pietsje waarschijnlijker wordt.

Verwijzing twee is naar een hoofdstuk van Bikker en Spierdijk in een boek uit 2016. Dat hoofdstuk laat nog eens wiskundig zien hoe belangrijk het is voor pensioenfondsen om te profiteren van hun lange horizon door meer te beleggen in aandelen. Daar blijft het bij. Bikker en Spierdijk gebruiken nergens historische cijfers, en beperken zich tot hun eigen verzonnen scenario’s om een didactisch punt te maken. Ook dit hoofdstuk wordt in de onbetrouwbare handen van de Commissie Parameters en DNB een reden om te beweren dat we niet weten of de beurs terugveert na magere jaren. Nee, want het artikel gaat daar helemaal niet over.

Inferieure annuïteiten

Verwijzing drie is naar een meer recent artikel van Zaremba, Umutlu en Maydybura voor de jaren 1973-2018. Hun figuur A1 laat voor 64 landen zien hoe er opnieuw geen twijfel kan zijn dat in die periode slechte jaren inderdaad werden opgevolgd door hoger-dan-gemiddelde resultaten op de beurs. En dat is ook logisch. Na een recessie herstelt de economie, en daarmee ook de winsten van de bedrijven. Historische uitzonderingen waren Lenin in het Rusland van 1917 en Ayatollah Khomeini in Iran in 1979: toen ging de beurs naar de bodem en bleeef daar. Als zo'n revolutie in Nederland zou gebeuren, hebben wij meer urgente zorgen dan de dekkingsgraad van de pensioenfondsen. Hoe DNB dit artikel kan gebruiken om de beurs zo veel onnozeler te behandelen dan de rente is mij een raadsel. Misschien hoopt DNB dat niemand achter de betaalmuur kruipt om het te lezen.

De eerdere cijfers en formules die DNB oplegde om de pensioenfondsen te dwingen aandelen te verkopen en te vervangen door staatsschuld waren onjuist. Martin van Rooyen heeft al terecht benadrukt dat er 100 miljard weg is omdat de pensioenfondsen ook nog onder druk van DNB gingen gokken dat de rente niet nog verder zou dalen. De cijfers die volgende week komen zijn nog steeds fout en onbruikbaar en duwen de fondsen verder in de richting van inferieure annuïteiten. Werkgevers en DNB juichen; de vakbeweging is nog steeds blind, en de gepensioneerden gaan verliezen. Maar deze nieuwe excercitie is erger dan fout en simplistisch; het juiste woord is nu 'misleidend'.

Eduard Bomhoff *is nog enkele maanden hoogleraar economie in Kuala Lumpur, Maleisië. Zijn columns over economie en overheidsbeleid – en een enkele keer over zijn persoonlijke belevenissen – verschijnen ook in 2023 weer in Wynia's Week.*

Wynia's Week *is er twee keer per week, 104 keer per jaar. De lezers, kijkers, luisteraars en donateurs maken dat mogelijk met hun financiële bijdragen.* ***Doet u mee?*** *Hartelijk dank!*