

Haal de pensioenen weer weg bij De Nederlandsche Bank

Door [Eduard Bomhoff](#)

11 september 2021

Geplaatst in Wynia's Week [DNBPensioenen](#)

Eerst een kort college over de moderne wetenschappelijke inzichten in de aandelenbeurs op de langere termijn. Na het college mijn conclusie over de schade die De Nederlandsche Bank (DNB) heeft aangericht bij de pensioenen. Volg het mini-college en vorm dan uw eigen oordeel.

[Een zorgvuldige schatting voor 16 landen](#) laat zien dat aandelen per jaar gemiddeld 5 procent extra opbrengen in vergelijking met staatsschuld. Waarom doen aandelen het zo veel beter? De aandelenbeurs heeft een veel grotere onzekerheid van jaar tot jaar met een standaarddeviatie van bijna 20 procent.

Hier is een rekenvoorbeeld dat overal van af ziet, behalve gemiddelde opbrengst en onzekerheid: neem een vermogen van 100, en stel dat er ieder jaar een vast dividend is van 5 maar een onzekere koersstijging van +20 procent of -20 procent.

Over een toekomstige horizon van bij voorbeeld drie jaar zijn er dus vier mogelijke uitkomsten: drie keer een plus voor de koersstijging, twee keer een plus en een keer een min; één plus en twee minnen of drie minnen. In al die scenario's is het jaarlijkse dividend een zekere 5. De twee extreme uitkomsten zijn +++ met resultaat 191 en --- met uitkomst 63. En dan zijn er zes uitkomsten in het midden.

Het rekenkundig gemiddelde blijft door de klapper van 191 nog heel aardig over die drie jaar, maar de zes uitkomsten in het midden (de zes scenario's met twee plussen en één min of één plus en twee minnen) schommelen rond de 111, dat is minder dan drie jaar het vaste dividend. Tot zover niets meer dan dat het rekenkundig gemiddelde te geflatteerd is in een situatie waarin de uitkomsten erg asymmetrisch zijn verdeeld, zoals hier met één fantastische uitkomst, drie OK uitkomsten en vier slechte resultaten met zelfs verlies na drie jaar. Ook bij een trits van scenario's voor de toekomst met een heel lange horizon blijft het rekenkundig gemiddelde nog wel op peil door een paar klappers (bij voorbeeld 45 of meer keer plus en slechts 15 keer of nog minder min over een periode van 60 jaar). Maar er is steeds een serieuze kans op verlies, zelfs bij een secuur dividend van 5 procent jaar-in-jaar-uit.

Geen van de 16 onderzochte landen heeft ooit zo'n verlies laten zien op de heel lange termijn waar pensioenfondsen mee rekenen. De uitzonderingen in de geschiedenis komen voor rekening van Lenin (Rusland) en Khomeini (Iran) waar certificaten van aandelen na de revolutie alleen nog waarde hadden op het toilet.

Conclusie van het mini-college: er moet iets ontbreken in deze scenario's dat wel een rol speelt in de echte economie. We zien te vaak dat lange-termijn beleggers in deze hypothetische scenario's bezwijken door extreem slechte uitkomsten, bij voorbeeld bij een scenario met 45 keer - en 15 keer + in 60 jaar. Dat ontbrekende 'iets' is er inderdaad, volgens Nobelprijswinnaar Robert Shiller de winsten van de bedrijven en volgens Nobelprijswinnaar Eugene Fama de dividenden. Volgens top-belegger Warren Buffett is het gewoon de omvang van de nationale economie.

Dat zijn alle drie 'ankers': de gemiddelde beursgenoteerde onderneming herstelt zich na een slechte periode, gaat weer winst maken en krijgt dan ook een betere koers. Dividenden en de

omvang van de economie zijn ook gerelateerd aan de beurs, want bij een groeiende economie horen op termijn ook betere koersen ([zie mijn column van 21 augustus](#)).

Daarom is er nog nooit een periode geweest met verlies op aandelen na 60 jaar vanwege 45 keer – en 15 keer +, omdat er ook nog nooit een moderne economie is geweest met zo'n extreme dynamiek. Dus is het onzin om scenario's voor de aandelenbeurs door te rekenen zonder daar een of meer 'ankers' in op te nemen. Als we de berekeningen alleen baseren op een gemiddeld dividend en volkomen willekeurige reeksen van plussen en minnen, dan vallen daarbinnen veel te veel rampscenario's, zoals de 45 keer – en 15 keer +. Maar die zijn buiten revoluties zoals in Rusland en Iran nooit vertoond.

En nu: hoe beoordelen we DNB?

Na een van mijn vorige columns over de pensioenen en DNB schreef een pensioenbestuurder dat een jurist uit de top van DNB al weer lang geleden bij een voorlichtingsbijeenkomst had gezocht: 'Ik begrijp niet waarom pensioenfondsen nog in aandelen beleggen'. Die had dus niet gehoord van de drie ankers voor de beurs.

DNB werd na 2008 steeds enthousiaster over een ander systeem, waarbij pensioenfondsen nog meer in staatsschuld beleggen en dan bij pensionering iets aanbieden dat lijkt op een annuïteit. Dat onzalige plan werd doorgerekend door het Centraal Planbureau.

CPB-auteur geeft fout toe

De CPB-auteur van die berekening hield aanvankelijk tegen mij vol dat hij wel rekening had gehouden met de 'ankers' door middel van de statistische techniek van het 'Kalman Filter'. Nu heeft uw columnist maar een heel beperkt denkraam, maar toevallig was hij degene die een cum laude dissertatie schreef over Kalman Filters en er als eerste Nederlandse econoom over publiceerde in internationale toptijdschriften (twee keer solo, een keer met prof Korteweg en een keer met prof Schotman).

De auteur bij het CPB had een serie formules overgenomen uit een Amerikaans artikel dat wél 'ankers' bevatte, maar had die allemaal geschrappt om het rekenmodel niet te ingewikkeld te maken, en daarna een Kalman filter ingepast voor een ander doel.

De CPB-auteur gaf dat vorige maand prijzenswaardig toe, maar toen was het kwaad al geschied: minister Wouter Koolmees van Sociale Zaken gebruikte dit foute rekenmodel om de Kamer uit te leggen dat de laag-renderende financiering met staatsschuld die DNB wenst vanwege de CPB-berekening ook zijn voorkeur heeft.

Dan is er prof Bas Werker (Tilburg), die DNB heeft bediend door een rekenmodel te ontwikkelen waarmee pensioenfondsen nu iedere drie maanden 60 jaar vooruit moeten rekenen. Prof Werker heeft intussen in correspondentie ook toegegeven dat zijn rekenmodel geen 'anker' bevat. Daardoor spuit de computer te vaak idiote uitkomsten uit die we in de echte wereld nog nooit hebben gezien maar die nu wel door DNB worden misbruikt om de pensioenfondsen nog verder weg te duwen van beleggingen in aandelen.

Ongelukkige fouten die iedereen kan maken, of signalen van een moedwillige keuze van DNB-president Klaas Knot, passend bij het patroon van DNB om al jarenlang petitieën en kritische artikelen van pensioenbestuurders en van academici niet serieus te nemen? Knot heeft Tjerk Kroes benoemd tot directeur onderzoek bij DNB, een krachtige manager, maar niet iemand met enige reputatie op onderzoeksgebied. Een signaal dat Knot met de pensioenen het door zijn juristen ingezette beleid politiek wil managen en zo doordrukken.

'Genoeg andere sprekers'

Tot slot een komisch detail: in mei kreeg ik naar aanleiding van een eerdere column in Wynia's Week over '[Klaas Knot duur betaalde klimaatactivist](#)' een uitnodiging om te spreken op de 'Winterschool' voor de jongere stafleden van DNB, die ik natuurlijk direct graag aannam.

Daarna ben ik kennelijk te ver gegaan. Twee dagen na mijn vorige column over DNB werd ik afbesteld voor de Winterschool: 'We hebben inmiddels genoeg andere sprekers'.

Op 7 september 2004 besliste de Kamer met algemene stemmen om de pensioenen onder toezicht te brengen bij DNB. 17 jaar later weten we het resultaat: systematisch fout in de onderbouwing en arrogant in de uitvoering – met als uitkomst een onnodige korting van 20 procent bij ABP en andere fondsen en een slechter systeem in de startblokken voor de toekomst. Deze onnodige ramp kan nog worden gekeerd; de beste kans daarop is als de Kamer nog een hamerstuk aanneemt: pensioenen weer wég bij DNB.