

**De noodzakelijke aanpassingen
van de scenariosets
voor een goede pensioencommunicatie**
*Over de rentedip,
de volatiliteit en
het belang van transparantie.*

Inhoudsopgave

1	Inleiding	3
2	Wat is er veranderd?	4
3	De rentedip	5
3.1	De rentedip en de gevolgen	5
3.2	De rentedip en de oorzaak	6
3.3	Twee inconsistente prognoses	6
3.4	De oplossing	7
4	De volatiliteit op aandelen	7
5	Het belang van transparantie	9

1 Inleiding

Het toepassen van de verplichte scenario's op basis van het advies van de Commissie Parameters leidt tot onvoorziene en onnodige problemen, vooral in de communicatie naar de (gewezen) deelnemers en gepensioneerden. Het aanpassen van dit advies kan deze problemen voorkomen. In dit rapport staat waarom en welke aanpassingen hiervoor gemaakt moeten worden.

Het is duidelijk dat er veel tijd en aandacht is besteed door de leden van de commissie en de technische werkgroep om het model voor de scenariosets te maken. De werkgroep heeft echter ook aangegeven dat haar keuzes significant kunnen veranderen als de lagere wetgeving is vastgesteld. Het is aan de politiek om te bepalen of het model (nog) voldoet. Er zijn een aantal redenen die een besluit om de berekening van de scenariosets aan te passen rechtvaardigen.

Op 23 april 2024 heeft onze minister voor Armoedebeleid, Participatie en Pensioenen Kamervragen over de scenariosets beantwoord. Bij de antwoorden zijn een drietal interessante zaken genoemd waar ik graag verder op inga, namelijk:

1. Het ontstaan en de gevolgen van de **rentedip**;
2. De **volatiliteit** van de aandelenrendementen;
3. Het belang van **transparantie**.

De **rentedip**, oftewel de plotselinge daling van de verwachte rente na het eerste jaar, is een technisch gevolg van een modelis die niet relevant blijkt te zijn. Deze rentedip veroorzaakt nu ongewenste uitkomsten in transitieplannen en straks voor deelnemers onjuiste en onbegrijpelijke verschillen in de communicatie van de verwachte pensioenbedragen rond de transitie. *Dit is echter eenvoudig te voorkomen.*

De ontwikkeling van de **volatiliteit** op aandelen wijkt af van de ontwikkeling van andere parameters zoals rentes, de inflatie en het verwachte aandelenrendement zelf, die elk kwartaal naar dezelfde vaste waarden convergeren. Ook dit geeft ongewenste uitkomsten in de transitieplannen en voor deelnemers onbegrijpelijke verschillen in de communicatie van de verwachte pensioenbedragen rond en na de transitie. *Ook dit is echter eenvoudig te voorkomen.*

Voor een goed begrip bij de gebruikers van de scenariosets en voor het voeren van goede discussies is **transparantie** van het gebruikte rekenmodel essentieel. Op basis van het rapport van de Commissie Parameters inclusief de Technische Appendix is het niet mogelijk de scenariosets te reproduceren. De meest effectieve oplossing is het openbaar maken van een werkend computermodel voor het berekenen van de scenariosets. Dit zal er ook toe leiden dat discussies op een hoger niveau kunnen plaatsvinden *en dat mogelijke issues eerder verklaard of gevonden kunnen worden.* Gezien het belang van de transitie is dit een belangrijke winst.

2 Wat is er veranderd?

De meeste pensioenregelingen in Nederland worden in de komende jaren omgezet naar het nieuwe pensioenstelsel. Hierbij is het van belang dat het bestaande pensioenvermogen (ongeveer € 1.500 miljard) evenwichtig en transparant verdeeld wordt en dat iedereen een goed inzicht krijgt in de ontwikkeling van het nieuwe pensioen en het verschil met de huidige regeling. De berekeningen hiervoor gebeuren op basis van de wettelijk voorgeschreven scenariosets. Deze scenariosets zijn dus enorm belangrijk.

Tot 2022 kenden we alleen de economische scenario's, ook wel de P-sets genoemd. Deze P-sets worden gebruikt om de verwachte toekomstige pensioenen en de risico's daarvan te prognosticeren. Het gebruik van de P-sets voor deze berekeningen is wettelijk voorgeschreven.

In 2022 zijn de risico-neutrale scenario's, oftewel de Q-sets, aan de scenariosets toegevoegd. Deze Q-sets zijn nodig voor berekeningen op basis van value-based ALM en netto profijt. Value-based ALM wordt gebruikt voor het verdelen van het totale pensioenvermogen naar individuele pensioenvermogens, oftewel het invaren. Netto profijt wordt gebruikt om te beoordelen of de overgang op de nieuwe regeling inclusief het invaren voor alle generaties evenwichtig is. Ook het gebruik van de Q-sets voor deze berekeningen is wettelijk voorgeschreven.

Tijdens de behandeling in de Tweede Kamer in 2022 is invaren op basis van value-based ALM effectief gezien afgeschaft. Waar het eerst de bedoeling was dat bijna alle pensioenfondsen zouden invaren op basis van value-based ALM is het nu de verwachting dat (bijna) alle pensioenfondsen gaan invaren op basis van de standaardmethode. Bij de standaardmethode wordt geen gebruik gemaakt van de Q-set.

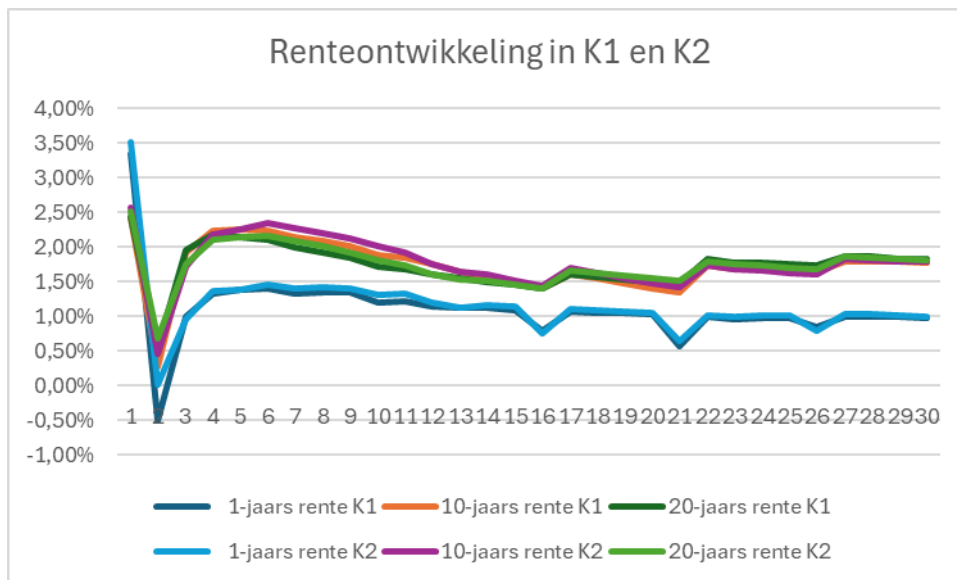
Hiermee is ook het belang van de netto profijt berekeningen afgenomen, omdat deze in eerste instantie een controle waren op het invaren met value-based ALM. Dat sociale partners (en pensioenfondsen) dit ook zo zien blijkt uit de teksten van verschillende transitieplannen. Op grond van de verandering in de wet is de Q-set nu dus minder van belang dan toen de Commissie Parameters met haar opdracht begon. De technische werkgroep van de Commissie Parameters had al voor dit soort mogelijke wijzigingen gewaarschuwd.

3 De rentedip

Sinds vorig jaar kent de P-set een vreemde rentedip. Na het eerste jaar is er een rentedaling van enkele procenten, die zich in het tweede jaar weer gedeeltelijk herstelt. Deze rentedip is zichtbaar bij alle looptijden.

3.1 De rentedip en de gevolgen

In de onderstaande grafiek staan voor de 1-jaars, 10-jaars en 20-jaars rente van het eerste (K1) en het tweede kwartaal (K2) de ontwikkeling van de rente¹ in de eerste 30 jaar weergegeven.



In de grafiek is te zien dat in het eerste kwartaal de mediane 10-jaarsrente in het eerste jaar met 2,14% daalt om in het tweede jaar vervolgens weer met 1,64% te stijgen. Voor het tweede kwartaal is dit eerst een daling van 2,11% gevolgd door een stijging van 1,26%. De mediane 1-jaarsrente en 30-jaarsrente vertonen vergelijkbare dalingen en stijgingen. Dit geldt overigens ook voor de duren die niet in de grafiek staan.

Deze rentedalingen zijn in historisch perspectief uitzonderlijk groot en worden door veel partijen gezien als een onrealistische “voorspelling” van de mediane rente.

Deze rentedip leidt tot onrealistische herverdelingseffecten in omrekeningen van transitieplannen die op basis van deze rente gemaakt worden en daarmee tot onrealistische uitkomsten per cohort. Voor berekeningen waarbij uitgegaan wordt van een transitie nu leidt dit tot verkeerde prognoses bij pensioeningang in het eerste jaar. Dit betreft natuurlijk allemaal prognoses en heeft geen invloed op de berekening op het moment van de werkelijke transitie of pensioeningang, maar het zijn wel de cijfers waar sociale partners nu en pensioenfondsen straks beslissingen op baseren.

¹ Op basis van de 20.000 scenario's in de P-set van het eerste en tweede kwartaal van 2024.

3.2 De rentedip en de oorzaak

Op de vraag aan de minister: “Hoe verklaart u de in de scenarioset 2024Q1 waargenomen ‘rentedip’?” geeft de minister als antwoord dat ‘de rentedip’ te herleiden is uit het voorkomen van arbitragemogelijkheden.

De technische werkgroep van de Commissie Parameters schrijft dat het voorkomen van arbitragemogelijkheden betekent dat voorkomen wordt dat er waardeverschillen ontstaan bij het gelijktijdig gebruik van de P-set en de Q-set. Deze eis is voor het gebruik van de scenariosets echter niet relevant, omdat er geen berekeningen voorgeschreven worden met gelijktijdig gebruik van de P- en de Q-set.

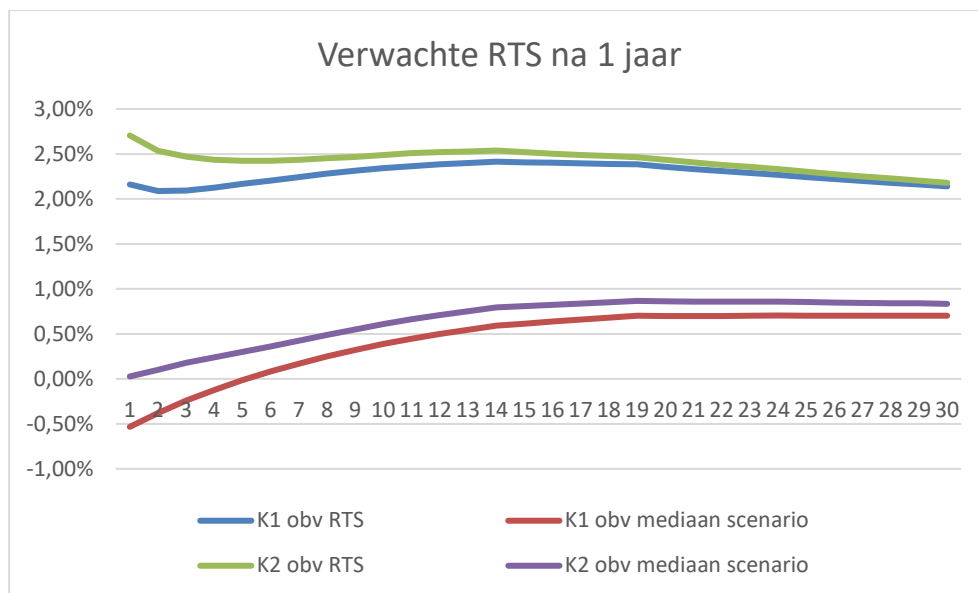
Het bestaan van de rentedip wordt dus beargumenteerd met een argument dat niet relevant is.

3.3 Twee inconsistente prognoses

Pensioenfondsen gebruiken voor het herstelplan een andere, ook door de wet voorgeschreven, methode om de rentecurves voor de toekomst te “voorspellen”. Dit gebeurt door de toekomstige rentecurve af te leiden uit de actuele rentecurve². Ook hier kan je net als bij de scenarioset stellen dat de voorspelling is afgeleid uit marktinformatie. Je zou dus verwachten dat beide methodes nagenoeg dezelfde curve opleveren.

In de onderstaande grafiek staat de voorspelde rentecurve na 1 jaar:

- op basis van de rentecurve (RTS) bij aanvang en
- de mediane rentecurve na 1 jaar uit de scenarioset.



De voorspelde rente uit de scenarioset ligt voor korte durren zo’n 2,7% onder de voorspelde rente op basis van de RTS. Bij langere durren neemt dit verschil af naar zo’n 1,5%. Dit is een

² Ook deze methode is theoretisch niet helemaal correct, omdat het effect van de duur op de risicopremie genegeerd wordt.

(te) groot verschil voor twee methodes die beiden op marktverwachtingen van hetzelfde moment zijn gebaseerd. De verschillen zijn zelfs zo groot dat de voorspelde rentes op basis van de RTS voor alle duren groter dan 1 jaar ruim boven het 95^e percentiel van de scenarioset ligt. Ter vergelijking het CPB geeft in haar raming voor 2025 aan dat het CPB een lange rente van 2,4% verwacht. Dit is vrijwel gelijk met de prognose op basis van de RTS. Op dit moment worden dus beide methodes om rentes te voorspellen door pensioenfondsen gebruikt. Afhankelijk van de berekening is of de ene of de andere methode wettelijk voorgeschreven.

3.4 De oplossing

Als we ervan uitgaan dat de rentedip fout is, dan zal de rentedip niet alleen tot foute conclusies leiden bij sociale partners en pensioenfondsen, maar ook tot fouten en moeilijk verklaarbare verschillen in de cijfers die worden gecommuniceerd naar deelnemers. Sociale partners en pensioenfondsen kunnen zich hiervoor laten bijstaan door experts. Maar bij deelnemers leidt dit tot verkeerde verwachtingen en een gebrek aan vertrouwen in het nieuwe systeem.

Om arbitragemogelijkheden te voorkomen is de P-set afhankelijk gemaakt van (de input van) de Q-set. In het rapport van de Technische werkgroep³ staat dat zij niet tot de conclusie zijn gekomen dat het oude model niet meer geschikt is voor het berekenen van de P-set. Een bijwerking van het huidige model is het ontstaan van de rentedip.

De oplossing voor dit probleem is dus eenvoudig. Baseer de P-set niet meer op de Q-set, maar maak de P-set onafhankelijk van de Q-set.

Een correcte P-set is immers belangrijker dan het voorkomen van een niet relevante arbitragemogelijkheid. Daar komt bij dat je ook bij een onafhankelijk gemaakte P-set een arbitragevrije Q-set kan maken.

4 De volatiliteit op aandelen

In de scenarioset wordt de volatiliteit op aandelen voor de komende 100 jaar bepaald door de volatiliteit die geldt op de laatste werkdag van het afgelopen kwartaal. Hierdoor kan de volatiliteit tussen twee kwartalen sterk verschillen. Het effect hiervan op de pensioenprognoses naar deelnemers is groot.

De volatiliteit⁴ op aandelen bedroeg in de scenarioset van het eerste kwartaal van 2024 na het eerste jaar gemiddeld 19,9%. In het tweede kwartaal bedroeg deze volatiliteit 16,6%. Deze volatiliteiten zijn afgeleid van de volatiliteit op aandelen op de laatste dag van het vorig kwartaal en van optieprijzen met looptijden van 1 tot 10 jaar. In de scenarioset wordt de volatiliteit van aandelen vervolgens 100 jaar constant gehouden. Dit is opvallend, omdat de verwachtingswaardes op lange termijn van de 10-jaars rente, de inflatie en het meetkundig

³ Zie pagina 14

⁴ Volatiliteit gemeten als gemiddelde standaarddeviatie van de aandelenrendementen per prognosejaar.

gemiddelde overrendement allemaal naar vaste waarden convergeren. Vaste waarden die dus onafhankelijk zijn van marktwaarden van het kwartaal en dus onafhankelijk zijn van aanvangswaarde in de scenarioset.

Wat betekent dit voor de pensioenprognoses?

Natuurlijk is dit afhankelijk van de keuzes van de sociale partners en de keuzes van het pensioenfonds met betrekking tot de regeling. Daarom kijken we naar het effect van de overgang van het eerste kwartaal naar het tweede kwartaal op het overrendement van een portefeuille aandelen die gedurende een looptijd van 10, 20 of 42 jaar belegd wordt.

De uitkomsten hiervan staan in de volgende tabel:

Looptijd in jaren	10	20	42
5e percentiel	+29,0%	+44,4%	+70,1%
50e percentiel	-2,3%	-2,6%	-2,7%
95e percentiel	-17,3%	-23,9%	-34,5%

Uit de tabel blijkt dat tussen de uitkomsten in het verwachte scenario (50^e percentiel) tussen de twee kwartalen slechts een verschil zit van -2,3% tot -2,7%. Het effect op pensioenprognose in het verwachte scenario is dus beperkt.

Dit geldt duidelijk niet voor het effect op het pessimistische scenario (5^e percentiel) en het optimistische scenario (95^e percentiel). De uitkomst in het pessimistische scenario gaat bij een belegging met 100% in aandelen met een looptijd van 20 jaar maar liefst 44,4% omhoog, terwijl de uitkomst in een optimistisch scenario maar liefst 23,9% omlaag gaat.

Voor een gepensioneerde met een belegging van 35% in aandelen is het effect op de spreiding bij een looptijd van 10 jaar een verlaging van 15% van de verwachte uitkering.

De consistentie van de verwachte uitkering over de kwartalen heen zal het vertrouwen in de werking van het systeem versterken.

Anders is dat voor de uitkomsten in het optimistische en pessimistische scenario. Hier zijn de verschillen tussen de kwartalen (te) groot en deze cijfers zullen niet bijdragen aan het vertrouwen in het nieuwe systeem. Sterker nog, dit zal waarschijnlijk leiden tot wantrouwen in de nieuwe regeling of misschien wel het bestuur van het fonds.

Het gaat hier dus niet om de grootte van de volatiliteit op zich, maar om het verschil in volatiliteit tussen opeenvolgende kwartalen met verschillende scenariosets. Dit effect is straks ook zichtbaar in de verplichte communicatie naar deelnemers voor en na de transitie.

Een bijkomend probleem is dat de sterk wisselende volatiliteit tussen verschillende scenariosets het voor pensioenfondsen ook lastiger maakt om op niet-mediane doelstellingen te sturen. De benodigde premie voor een pensioen van 70% in het 75^e percentiel wordt zo sterk afhankelijk van het kwartaal waarin het berekend wordt.

De aanname van een constante volatiliteit op basis van een dagwaarde is een keuze die verdedigbaar is, maar het is wel inconsistent met de ontwikkelingen van het verwachte lange

termijn rendement op aandelen, de ontwikkeling van de 10-jaars rente en de inflatie en het leidt zeker tot ongewenste en onbedoelde communicatieproblemen met deelnemers.

Het probleem kan eenvoudig beperkt worden door de volatiliteit op aandelen te laten toegroeien naar de standaarddeviatie die de Commissie Parameters zelf aanbeveelt⁵.

5 Het belang van transparantie

In vraag 26 van de voorgenoemde Kamervragen wordt de minister gevraagd om aan de DNB te vragen om de code en de gebruikte data te openbaren waarmee de economische scenariosets worden gegenereerd, zodat iedereen inzicht kan krijgen in de exacte werking van het model.

Het antwoord hierop is: *“Het gevraagde inzicht in de werking van het model is voor iedereen te verkrijgen op basis van publiek beschikbare informatie. De Commissie Parameters heeft, zoals zij op pag. 14 van het rapport ook noemt, de kalibratiemethode voor de scenario’s zodanig gedocumenteerd dat deze exact replicateerbaar is.”*

De vraag is of dit antwoord terecht en compleet is.

Het maken van de scenariosets bestaat uit 3 fasen, te weten:

1. Het verzamelen van de marktinformatie
2. Het kalibreren van de modelparameters op basis van de marktinformatie
3. Het berekenen van de scenario’s op basis van de parameters.

Om te kunnen stellen dat de benodigde marktinformatie publiek beschikbaar is moet deze volledig en vooral eenduidig gespecificeerd zijn en tegen acceptabele kosten te verkrijgen zijn. Bovendien moet het te achterhalen zijn als een deel van de gebruikte informatie achteraf gewijzigd is. Een oplossing hiervoor is dat DNB een sheet aan de scenariosets toevoegt met daarin alle gebruikte marktinformatie en historische informatie inclusief de daarbij behorende bronnen.

In het rapport van de Commissie Parameters staat dat de kalibratiemethode exact replicateerbaar is. Dit is onderzocht door de Technische Werkgroep die vooraf ging aan de Commissie Parameters. In het rapport van de Technische Werkgroep staat echter niet dat kalibratie exact replicateerbaar is, maar voldoende nauwkeurig replicateerbaar is. Bij het repliceren zijn (kleine) afwijkingen geconstateerd. Dit betekent dat iemand die de kalibratie narekent alleen kan constateren dat bij grote afwijkingen zijn berekening fout is, maar bij kleine afwijkingen niet met zekerheid kan constateren dat zijn berekening goed is.

In het rapport van de Commissie Parameters staat dat niet alleen de kalibratiemethode, maar ook het model voor de berekening van de scenario’s zodanig gedocumenteerd is dat de scenario’s exact reproduceerbaar zijn. Dit is onjuist. In de formules uit de bedoelde documentatie (Technical Appendix) staan minimaal drie fouten, waardoor deze formules, ook

⁵ Zie tabel 2.8 op pagina 43 van het rapport van de Commissie Parameters.

als uitgegaan wordt van exact dezelfde gekalibreerde modelparameters, niet tot de uitkomsten van de gepubliceerde scenariosets kunnen leiden. DNB gebruikt voor het maken van de scenariosets terecht niet exact de formules uit de Technische Appendix, maar een set formules zonder deze fouten.

De minister heeft dus een te optimistisch beeld van reproduceerbaarheid van de scenarioset op basis van eenvoudig verkrijgbare marktinformatie en de omschrijving in de Technische Appendix. Daar komt bij dat de Technische Appendix slechts voor een klein aantal mensen echt te doorgronden is.

Het doel van de Technische Appendix, namelijk het bieden van transparantie over de gebruikte methode is goed. Dit doel wordt echter niet behaald. Om dit doel te bereiken is:

- een overzicht van de gebruikte marktinformatie
- een betere en een foutloze omschrijving van het model
- een betere en complete beschrijving van de gemaakte keuzes en uitgangspunten
- en bij voorkeur een werkend model in een makkelijk toegankelijke programmeertaal

nodig. Zodat discussies over de uitkomsten van de berekeningen en opvallende zaken in de scenariosets op een hoger niveau kunnen plaatsvinden en mogelijke verklaringen en oplossingen eerder gevonden kunnen worden.