**Prof. dr. Antoon Pelsser:**

Hieronder treft DNB mijn input op het voorstel tot aanpassing van parameters van de uniforme scenario-set:

Ik ben van mening dat de voorgestelde oplossing niet de juiste manier is om het probleem van de “te hoge rentes” in de huidige scenario-set op te lossen. Een risico van de voorgestelde snel ontwikkelde pragmatische oplossing is dat er (onbedoelde) bijeffecten kunnen ontstaan, die op dit moment niet goed kunnen worden overzien. Hierbij speelt mee dat het model van de uniforme scenario-set een relatief complex model betreft, dat een relatief grote maatschappelijke rol speelt. Een uitgebreider onderzoek is daarom nodig voordat tot aanpassing wordt overgegaan.

Ter illustratie hiervan noem ik de volgende punten:

* De modelparameters in de voorgestelde scenario-set zijn niet geijkt op één historische data-set, zoals de Commissie Parameters 2019 wel heeft gedaan. De voorgestelde scenario-set is tot stand gekomen door parameters te “knippen en plakken” uit twee afzonderlijke kalibraties met twee verschillende historische periodes.
* De wijze hoe de Commissie Parameters 2019 de UFR bij het bepalen van de parameters in het onderliggende KNW-model heeft meegenomen, dient voor een consistente herkalibratie nader bezien te worden:

1. De feitelijke UFR wordt vastgesteld op basis van een 120-maandsgemiddelde (“moving average”). De projectie in de scenario-set houdt de UFR echter voor de hele toekomst constant en houdt daarmee geen rekening met toekomstige ontwikkeling van de UFR.
2. In het model wordt de technische restrictie opgelegd dat forward rates op het zeer lange eind van de rentecurve (>>100 jaar) gelijk moeten zijn aan de UFR. Deze technische restrictie leidt in de scenarioset echter tot ongewenste vervorming van de rentetermijnstructuur op het voor pensioenfondsen relevante stuk van de rentetermijnstructuur (20-40 jaar). Alternatieven zouden moeten worden onderzocht, bijvoorbeeld het opleggen van de restrictie dat de 60-jaars forward-rente gelijk moet zijn aan de UFR.

3. Het huidige mechanisme waarmee de model-UFR elk kwartaal wordt gefit op de werkelijke UFR (via de twee market-prices of risk) is niet geschikt, omdat dit op theoretische gronden constante model-parameters zou moeten zijn.

* Door de doorgevoerde calibratie ontstaan opvallende bijeffecten, zoals de relatief grote toename van de risicopremie op aandelen van 4.33% naar 6.45%. Deze grote toename wordt verklaard doordat het KNW-model het gemiddelde rendement op aandelen modelleert als de som van de korte risicovrije rente en de risicopremie op aandelen. De Commissie Parameters 2019 heeft het aandelenrendement in de set echter geijkt op een totaalrendement van 5,6% conform de eveneens door de commissie geadviseerde wettelijke parameters voor premiestelling en herstelplannen. Om dicht bij het advies van de Commissie Parameters te blijven, kiest DNB er in het voorstel voor om het aandelenrendement in de set op 5,6% te houden. Door deze keuze worden de korte rente in evenwicht en de risicopremie op aandelen echter communicerende vaten: Bij aanpassing van de rente in de set moet de risicopremie op aandelen evenveel worden verhoogd als waarmee de korte rente in evenwicht wordt verlaagd.
* Door parameters te “knippen en plakken” uit twee afzonderlijke kalibraties met twee verschillende historische periodes, past DNB de restrictie van de commissie parameters 2019 dat na 60 jaar maximaal 2,5% van de 10-jaarsrentes negatief mag zijn, niet meer expliciet toe. Het lijkt mij beter om een volledig consistente kalibratie te doen op één historische data-set, waarin deze restrictie gehandhaafd blijft. Deze restrictie vervult dan de functie om de breedte in de gesimuleerde waaier van rente-uitkomsten in de greep te houden.

**Prof. dr. ir. Michel Vellekoop:**

Advies aan DNB over een voorgestelde aanpassing van de methode om uniforme scenario-sets voor pensioenfondsen te genereren:

**Achtergrond**

Doel van de aanpassing is het veranderen van de renteontwikkelingen in de uniforme scenario-set die pensioenfondsen gebruiken voor pensioencommunicatie en de haalbaarheidstoets. Aanleiding is een vraag van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid aan DNB om indien nodig maatregelen te nemen nu pensioenuitvoerders aangegeven hebben dat ze de renteontwikkeling in de uniforme scenario-set te optimistisch vinden.

**Technische achtergrond**

Relevante kenmerken van de door de Commissie Parameters 2019 voorgestelde methode en het daarbij gebruikte model zijn:

(1) de rentetermijnstructuur convergeert naar een evenwichts-rentetermijnstructuur die volgt uit parameters die gekalibreerd zijn aan de hand van historische gegevens, waaronder rentestanden sinds 1999,

(2) de kalibratie is uitgevoerd onder de randvoorwaarde dat forward rates convergeren naar een voorgeschreven ultimate forward rate (UFR), die gedefinieerd wordt als het 120-maands historisch gemiddelde van de forward rente tussen looptijden 30 en 31 jaar,

(3) de commissie beschrijft een aanpassing van twee parameters die de risicopremies voor vastrentende waarden bepalen, zodat de UFR in het model gelijk gehouden kan worden aan de bij (2) genoemde waarden, aangezien die elk kwartaal opnieuw vastgesteld worden, en

(4) het model bevat twee toestandsvariabelen die elk kwartaal aangepast kunnen worden om zo goed mogelijk aan te sluiten bij de op dat moment geldende inschatting van de rente-termijnstructuur.

**Voorstel voor aanpassing**

Het voorstel is samengevat in het document *Toelichting aanpassing uniforme scenario-set*, *DNB Intern, 30 november 2020.*

(a) Doel van de aanpassing is het genereren van een evenwichts-rentetermijnstructuur die de scenario’s meer in lijn brengt met “realistische verwachtingen” en de “rente-ontwikkeling waarmee pensioenfondsen rekenen bij het vormgeven van hun financieel beleid”.

(b) Dit is in het voorstel geconcretiseerd als een streven om de evenwichts-rentetermijnstructuur zo goed mogelijk overeen te laten komen met het 119-maands historisch gemiddelde van de rentetermijnstructuur voor looptijden tot en met 30 jaar, maar met een ultimate forward rate die gelijk is aan de op dit moment voorgeschreven waarde.

(c) Als randvoorwaarde wordt gesteld dat zo dicht mogelijk gebleven wordt bij methoden, onderbouwingen en parameters zoals voorgesteld door de Commissie Parameters 2019.

(d) De evenwichts-rentetermijnstructuur wordt aangepast door drie parameters te veranderen: de twee onder (3) genoemde parameters plus de nominale korte rente in evenwicht. Daarnaast wordt de risicopremie op aandelen aangepast om het verwachte rendement op aandelen gelijk te houden aan de door de Commissie Parameters 2019 voorgestelde waarde.

**Overwegingen**

De voorgestelde aanpassingen leiden tot nieuwe waarden voor de vier onder (d) genoemde parameters die er in slagen het onder (b) gestelde doel te bereiken. Maar de gehanteerde methode wijkt op een aantal fundamentele punten af van die van de Commissie Parameters en zou ongewenste neveneffecten kunnen hebben:

i. Er wordt uitgegaan van een beperktere dataset met rentegegevens (met startjaar 2011 in plaats van 1999) maar het model wordt niet opnieuw gekalibreerd. In plaats daarvan wordt een beperkt aantal parameters aangepast om een rentecurve in evenwicht op te leggen. Er worden dus in hetzelfde model verschillende parameters bepaald aan de hand van datasets die verschillen in tijdshorizon. Daarmee is niet langer sprake van een consistent gekalibreerd model.

ii. De concretisering van (a) naar (b) wijkt af van het advies van de Commissie Parameters 2019. De dataset voor rente zal door die commissie bewust gekozen zijn, omdat die afwijkt van de keuze van de voorgaande Commissie Parameters en omdat in de Toelichting bij het Benoemingsbesluit voor de laatste commissie expliciet aandacht gevraagd werd voor “betrekkelijk optimistische scenario’s op de lange termijn”.

iii. De aanpassing leidt ertoe dat rentes in evenwicht tot looptijd 30 jaar zo’n 2% dalen terwijl risicopremies op aandelen zo’n 2% stijgen om het verwachte rendement op aandelen niet te laten veranderen door de aanpassing. Het is de vraag of dat rendement onveranderd zou blijven wanneer een volledige kalibratie uitgevoerd zou worden.

iv. Er wordt niet langer voldaan aan de onder (3) voorgestelde methode voor aanpassing van parameters die de risicopremies voor vastrentende waarden in evenwicht bepalen, en één van de parameters verandert zelfs van teken. Het effect op de scenario-set zou goed onderzocht moeten worden.

v. De commissie hanteert een restrictie op de kans dat over 60 jaar de 10-jaarsrente negatief zal zijn; die kans mag niet groter zijn dan 2.5%. Dit wordt bij de aanpassing losgelaten. Dat is begrijpelijk in het licht van de vraag van de minister, maar het benadrukt nog eens dat het opleggen van restricties tot ongewenste effecten kan leiden.

**Advies**

Mijn advies is om de aanpassing in deze vorm niet in te voeren. De methode wijkt sterk af van wat de Commissie Parameters 2019 heeft voorgesteld en er zou geen sprake meer zijn van een consistent gekalibreerd model. Bovendien wordt een veel kortere historische dataset gebruikt om een inschatting van een evenwicht op de lange termijn te maken; dat vergt nader onderzoek en een uitgebreidere onderbouwing.

**Prof. dr. Bas Werker:**

U heeft mij verzocht te reflecteren op een mogelijke aanpassing van de methodologie onderliggend aan de URM scenario’s. Hieronder vindt u een viertal overwegingen mijnerzijds. Dit is gebaseerd op uw document ‘Concept methodologie’ van 3 december 2020. We hebben er 4 december ook over gesproken.

1. Consistentie met advies Commissie Parameters 2019

In de opdracht aan de Commissie Parameters 2019 staat de opmerking “het KNW-model – waar de scenarioset op is gebaseerd – kan slecht omgaan met lage rentescenario’s”. Hierbij wordt gedoeld op het grote aantal scenario’s met fors negatieve rentes in de op dat moment gehanteerde scenarioset. De commissie schrijft daarover in haar advies: “Het grote aantal negatieve rentes wordt tegengegaan door in de kalibratie expliciet de restrictie op te leggen dat in maximaal 2,5% van de scenario’s de 10-jaars rente in jaar 60 negatief mag zijn.” De door DNB voorgestelde aanpassing is strijdig met dit advies.

2. Motivatie voorgestelde aanpassing

De motivatie voor de voorgestelde aanpassing is (onvermijdelijk) mager. DNB verwijst naar: “de gemiddelde rente-verwachting in de pensioensector (lange rente in sectormodellen ligt in range 0% - 3%, gemiddeld 1,5%)”. Een fundamenteel probleem in dit type analyses is dat de gezochte parameter (aangeduid als de evenwichtsrente) slecht geïdentificeerd is. Dat betekent dat inschattingen van deze parameter inherent met veel onzekerheid omgeven zijn. Het lijkt me daarom zuiver om niet te spreken van “realistischer verwachtingen” maar specifieker van “verwachtingen die aansluiten bij de renteontwikkeling waarmee pensioenfondsen rekenen”. Overwogen zou kunnen worden hier gebruik te maken van technieken uit de literatuur over parameteronzekerheid. Indien de parameters uitsluitend gebruikt worden voor communicatie van pensioeninschattingen (zie ook het volgende punt), dan kan overwogen worden om voor een conservatieve inschatting te kiezen. Dit is uiteraard alleen mogelijk als de notie ‘conservatief’ voor alle deelnemers in een pensioenfonds wijst op een lagere inschatting van toekomstige rentes.

3. Implicaties voor pensioenhervorming

Het ligt voor de hand te veronderstellen dat deze aanpassing doorwerkt (conform de hoofdlijnennotitie Uitwerking Pensioenakkoord) in een te gebruiken Q-set voor de bepaling van het netto profijt van de overgang van een uitkeringsovereenkomst op het nieuwe pensioencontract. Mijn aanname hierbij is dat consistentie van de URM P-set en deze Q-set beleidsmatig verlangd zal worden.

Mijn verwachting is, mede gebaseerd op de berekeningen van het CPB hierover, dat de voorgestelde wijziging een aanzienlijk effect zal hebben op deze netto profijt berekeningen. Dit betreft in het bijzonder het effect op mogelijke compensatie voor de afschaffing van de doorsneesystematiek. Ik raad aan om niet tot een aanpassing over te gaan alvorens deze gevoeligheid in kaart is gebracht en beleidsmatig gewogen. Mijn advies is om het risico op onbedoelde vervolgeffecten niet te onderschatten en een aanpassing pas door te voeren nadat, door de wetgever, is vastgelegd hoe bovengenoemde Q-set bepaald zal gaan worden.

4. Techniek voorgestelde aanpassing

De voorgestelde methodologie sluit in enige mate aan bij de reeds gehanteerde methodologie. Echter, gezien bovenstaande is een adequaatheid van een (nieuwe) methodologie op dit moment niet vast te stellen. Ik adviseer dan ook om een veel uitgebreidere analyse te doen binnen een helder, door de wetgever vastgesteld, beleidsmatig kader alvorens tot besluitvorming binnen DNB over te gaan.