



# Inflatiebestendig pensioen binnen Wtp: theoretisch denkbaar maar praktisch onwerkbaar

Na meer dan tien jaar discussie is in 2023 besloten tot invoering van een nieuw pensioenstelsel: de Wet toekomst pensioenen (Wtp). Sociale partners hadden hierover al eerder overeenstemming bereikt.

Desondanks blijft het debat over de wenselijkheid van de Wtp voortduren. Ook nadat in 2025 de eerste pensioenfondsen daadwerkelijk zijn overgestapt van het oude naar het nieuwe stelsel, bleef de discussie aanhouden.

In dit artikel wordt onderzocht in hoeverre het nieuwe stelsel mogelijkheden biedt voor inflatiebestendige pensioenen<sup>1</sup>.

## NIEUWE STELSEL NOG STEEDS NOMINAAL VAN AARD

Binnen de Wtp bouwt iedere deelnemer een individueel pensioenkapitaal op via een beleggingsportefeuille. Deze portefeuille bestaat uit aandelen en vastrentende waarden. Naarmate de pensioendatum nadert, neemt het percentage in de portefeuille van aandelen af en neemt het percentage van vastrentende waarden toe.

Dit zogenoemde lifecycle beleggen is zo ingericht dat op de pensioendatum de duration van de vastrentende portefeuille ongeveer gelijk is aan die van een levenslange annuïteit. Hierdoor wordt het renterisico vrijwel volledig geneutraliseerd. Een rentestijging vlak voor pensioenering verlaagt weliswaar de waarde van de obligatieportefeuille, maar verlaagt tegelijkertijd ook de prijs van de aan te kopen annuïteit in vergelijkbare mate. Het uiteindelijke pensioenbedrag is daardoor nauwelijks afhankelijk van het renteniveau op de pensioendatum. Van een 'casinopensioen' is om deze reden geen sprake.

Wel blijft het zo dat op pensioendatum een **nominale levenslange annuïteit**<sup>2</sup> wordt aangekocht. Onder een nominale annuïteit verstaan we een levenslange uitkering van een vast bedrag. Of en in welke mate deze uitkering na pensionering kan worden verhoogd, is onzeker.

## INFLATIEBESTENDIG PENSIOEN BINNEN WTP MOGELIJK

Een mogelijke oplossing is het lifecycle principe aan te passen en op pensioendatum een inflatiebestendig pensioen in te kopen. Dit kan door de vastrentende portefeuille te vervangen door een portefeuille van zogeheten *Inflation Linked Bonds* (ILB's).

ILB's zijn obligaties waarvan de uitkering bestaat uit twee componenten: een vaste reële rente en een variabele inflatiecomponent. Deze inflatiecomponent is gekoppeld aan een officieel gepubliceerde prijs- of loonindex.

Door de duration van de ILB-portefeuille geleidelijk te laten aansluiten op die van een levenslange annuïteit, kan op pensioendatum een inflatiebestendig pensioen worden aangekocht. In dat geval worden zowel het risico op veranderingen in de reële rente als het inflatierisico grotendeels weggenomen. Iedere ILB bevat een impliciete inflatieverwachting, gelijk aan het verschil tussen de nominale rente en de reële rente van de ILB met dezelfde looptijd.

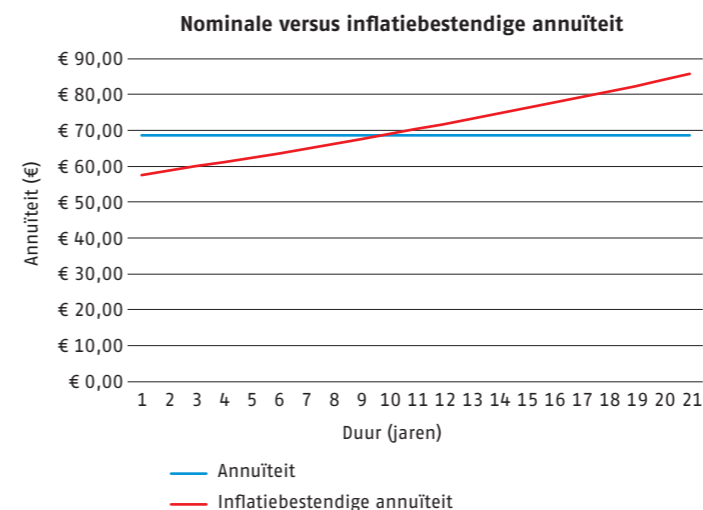
In Nederland is de markt voor ILB's zeer beperkt. In landen zoals de Verenigde Staten, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk is deze markt aanzienlijk groter en meer liquide<sup>3</sup>. Franse ILB's zouden in principe gebruikt kunnen worden, maar zijn minder geschikt vanwege verschillen in de gehanteerde inflatiemaatstaf.

## VERGELIJKING NOMINAAL EN INFLATIEBESTENDIG PENSIOEN

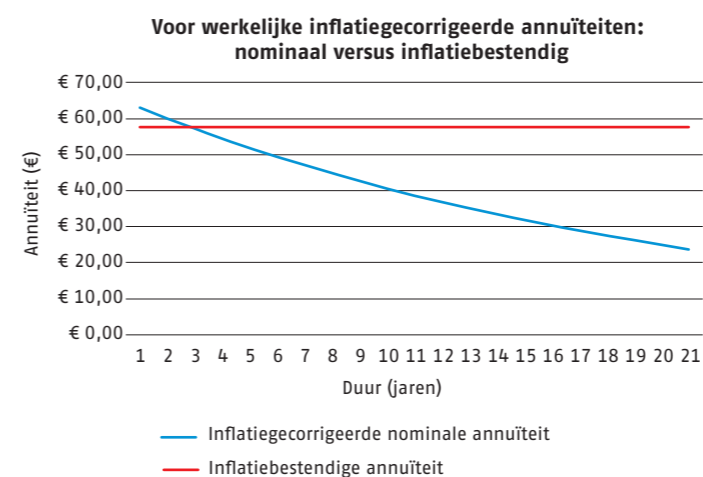
In een evenwichtssituatie is de contante waarde van de kasstromen van zowel de nominale als de inflatiebestendige annuïteit gelijk aan het beschikbare pensioenkapitaal op de pensioendatum.

Bij een nominale annuïteit blijft de uitkering gedurende de gehele uitkeringsperiode gelijk. Bij een inflatiebestendige annuïteit stijgt de uitkering jaarlijks met de veronderstelde inflatie.

Ter illustratie beschouwen we een gegarandeerde annuïteit met een vaste looptijd van 21 jaar, waarbij geen sterftekansen worden meegenomen. We veronderstellen dat zowel de nominale rente als de inflatie 2% bedragen. Het pensioenkapitaal bedraagt € 1.000. De nominale annuïteit is dan € 68,54 per jaar. De inflatiebestendige annuïteit start met € 57,63 per jaar en stijgt na 21 jaar tot € 85,64. Pas na ongeveer tien jaar ligt de inflatiebestendige uitkering hoger dan de nominale uitkering.



Het plaatje wordt anders wanneer de werkelijke inflatie afwijkt van de verwachting. Het volgende voorbeeld illustreert dit. We gaan uit van een reële rente van 2% en een inflatieverwachting van 1%. Wanneer de werkelijke inflatie geen 1% maar 5% bedraagt, zien we dat de reële annuïteit daalt van € 62,98 naar uiteindelijk € 23,74. De reële inflatiebestendige annuïteit bedraagt constant € 57,63 en is al na 3 jaar hoger dan de inflatie gecorrigeerde nominale uitkering. Hier heeft de inflatiebestendige uitkering een duidelijke meerwaarde boven de nominale annuïteit.



## BESTAAT DE MOGELIJKHEID KEUZE AAN TE BIJDEN?

Als overwogen zou worden de keuze voor een inflatiebestendig pensioen te faciliteren moeten we ons realiseren dat die keuze aan het begin van de opbouwperiode moet worden gemaakt. De ILB-portefeuille moet immers geleidelijk worden opgebouwd. Dat compliceert de afweging aanzienlijk. Hoe hoger de impliciete inflatie op pensioendatum, hoe lager het inflatiebestendig pensioen is in vergelijking met het nominaal pensioen. De deelnemer profiteert van

een inflatiebestendig pensioen indien de inflatie hoger blijkt te zijn geworden dan de impliciete inflatieveronderstelling in de ILB. En het omgekeerde geldt uiteraard ook.

Het is voor een deelnemer vrijwel onmogelijk bij aanvang van de pensioenopbouw te kiezen tussen nominaal of inflatiebestendig pensioen. Niemand kan inflatieniveaus en reële rentes over een periode van pakweg 40 jaar voorzien. Een praktisch probleem voor Nederland is daarnaast de beperkte beschikbaarheid van ILB's. Daarnaast is de Nederlandse markt voor ILB's minder liquide dan die van staatsobligaties. Het bieden van een keuze is om deze redenen praktisch onhaalbaar.

## ANDERE OPLOSSINGEN VOOR EEN INFLATIEBESTENDIG PENSIOEN

Het probleem van pensioenen, die onvoldoende meegroeien met inflatie, kan met de hier beschreven methode helaas niet opgelost worden.

Een aantal alternatieve oplossingen zijn in de literatuur gesuggereerd. Die betreffen onder meer het Koopkrachtig Solidair Pensioen (KSP)<sup>4</sup>, meer beleggen in 'private assets', 'private equity' en 'private debt', verhoging van de AOW en het incasseren van de risicopremie door een hogere aandelenexposure. Om diverse redenen bieden ook deze alternatieven geen houdbare oplossing voor een inflatiebestendig pensioen.

Het lijkt onmogelijk een voldoende zekere en duurzame oplossing voor een volledig inflatiebestendig pensioen te vinden. Deze conclusie is in lijn met de conclusie in een recente Netsparpublicatie<sup>5</sup>. De huidige combinatie van een inflatiebestendige AOW met een nominaal aanvullend pensioen lijkt voorsnog de meest realistische en betaalbare oplossing. ■

1 – Wij bezien in deze bijdrage feitelijk de opties voor één deelnemer en niet van een geheel fonds. We abstraheren bij voorbeeld van risicodeling met actieve deelnemers zonder ex-ante herverdeling en van risicodeling met actieve deelnemers met ex-ante herverdeling via de solidariteitsreserve.

2 – Ook een variant van een levenslange annuïteit gekoppeld aan een levenslang nabestaandenpensioen is uiteraard mogelijk.

3 – Dit kan bij voorbeeld afgeleid worden uit de samenstelling van de FTSE World Inflation-Linked Securities Index van Russel: zie FTSE Russel factsheet November 2024.

4 – Nieuwsbrief KSP 38 van 21 september 2025, te vinden op LinkedIn en Anne Laning, Servaas Houben, Kees van Heugten, 'Een kritische beschouwing van het Koopkrachtig Solidair Pensioen van Arno Eijgenraam', *Me Judice*, 29 december 2025.

5 – Nijman, T., & Werker, B. (2026, januari). Koopkrachtbehoud in pensioenregelingen. *Pensioen Magazine*, 6–9. <https://www.netspar.nl/wp-content/uploads/PensioenMagazine-2026-2-Koopkrachtbehoud-in-pensioenregelingen-1.pdf>

Drs. S. Houben FIA CFA FRM (links) werkt als manager IFRS 17 bij Ergo België.



Dr. R. Ketellapper studeerde econometrie in Groningen en was als laatste directielid bij Guardian Group Fatum in Curaçao.

