

# Inflatieonzekerheid, rente en stagflatie tijdens de pensioentransitie

---

Ward Romp  
Casper van Ewijk  
Damiaan Chen  
Sebastiaan Bye

# Colofon

**Industry papers** zijn papers voor professionals in de pensioen- en verzekeringssector. Ze worden op de Netspar website gepubliceerd na goedkeuring door de Netspar Editorial Board (EB). De EB controleert de papers op zowel academische kwaliteit als toegankelijkheid voor niet-academische professionals. Industry papers worden gepresenteerd voor discussie op Netspar-evenementen. Vertegenwoordigers van academische en sectorpartners worden uitgenodigd voor deze evenementen.

Netspar Industry Paper 2026-02, februari 2026

## **Dankwoord**

We danken deelnemers aan het Netspar Jubileumcongres Pensioen en Wetenschap voor commentaar, in het bijzonder Wichert Hoekert. Daarnaast hebben we ook veel profijt gehad van het commentaar van de editorial board van Netspar en een anonieme reviewer.

## **Editorial Board**

Voorzitter: Andries de Grip, Universiteit Maastricht

Leden:

Joyce Augustus-Vonken, APG

Mark-Jan Boes, Vrije Universiteit Amsterdam

Damiaan Chen, De Nederlandsche Bank

Bart Dees, Nationale-Nederlanden

Arjen Hussem, PGGM

Kristy Jansen, University of Southern California

Sven Klijnhout, Achmea

Raymond Montizaan, Universiteit Maastricht

Alwin Oerlemans, APG

Jan Maarten van Riemsdijk, PGGM

Mariëtte Sanderse, PMT

Peter Schotman, Universiteit Maastricht

Erik Schouten, Ministerie van Financiën | Belastingdienst

Anja De Waegenare (TIU)

Ivor Witte, a.s.r.

**Ontwerp** Maan

**Vormgeving** Bladvulling

**Redactie** Jolanda van den Braak

Industry Papers is een uitgave van Netspar. Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

# Inhoudsopgave

Samenvatting	4
Summary	5
1. Inleiding	6
2. Inflatie onvoorspelbaarder	9
3. Onderzoeksaanpak	11
4. Haalbaarheid van de transitiedoelstellingen in het transitieplan	17
5. Gevoeligheid voor schokken tussen transitieplan en invaren	21
6. De werkelijke transitie en het eerste UPO	24
7. Projectierendement en inflatie	28
8. Conclusie	31
Literatuur	33

## **Affiliaties**

Ward Romp - Universiteit van Amsterdam, Tinbergen Institute

Casper van Ewijk - Universiteit van Amsterdam

Damiaan Chen - Universiteit van Amsterdam, De Nederlandsche Bank

Sebastiaan Bye - De Nederlandsche Bank

## Samenvatting

De transitie naar het nieuwe pensioenstelsel legt nadruk op koopkrachtbehoud en maakt inflatieonzekerheid tot een cruciale factor. In dit onderzoek analyseren we met stochastische simulaties hoe inflatieschokken – zoals hogere initiële of evenwichtsinflatie – de haalbaarheid van transitiedoelstellingen beïnvloeden. Maatstaven als nettoprofijs en pensioenverwachtingen in drie varianten tonen aan dat zelfs beperkte schokken in inflatie forse intergenerationele effecten kunnen hebben. Daarnaast gaan we in op de rol van communicatie, zoals bij het eerste uniform pensioenoverzicht (UPO). De resultaten benadrukken het belang van robuust beleid tegen economische onzekerheden.

## Summary

Preserving purchasing power is a core objective of the Dutch pension reform under the Future Pensions Act (Wtp), making inflation uncertainty a key risk during the transition from the current Financial Assessment Framework (FTK). Recent inflation shocks and heightened economic uncertainty raise concerns about whether transition objectives remain robust under alternative inflation scenarios.

We analyse the effects of inflation uncertainty on the pension transition using stochastic simulations based on the standard DNB model for a representative Dutch pension fund. Three sources of inflation uncertainty are considered: a higher inflation level at the time of transition, a higher long-run equilibrium inflation rate, and changes in inflation persistence. These scenarios are evaluated at three critical moments: the preparation of the transition plan, the moment of conversion (“invaren”), and the first pension statement (UPO) under the new system. Outcomes are assessed using legally prescribed indicators, including changes in net benefit (nettoprofit) and pension expectations across pessimistic, median, and optimistic scenarios.

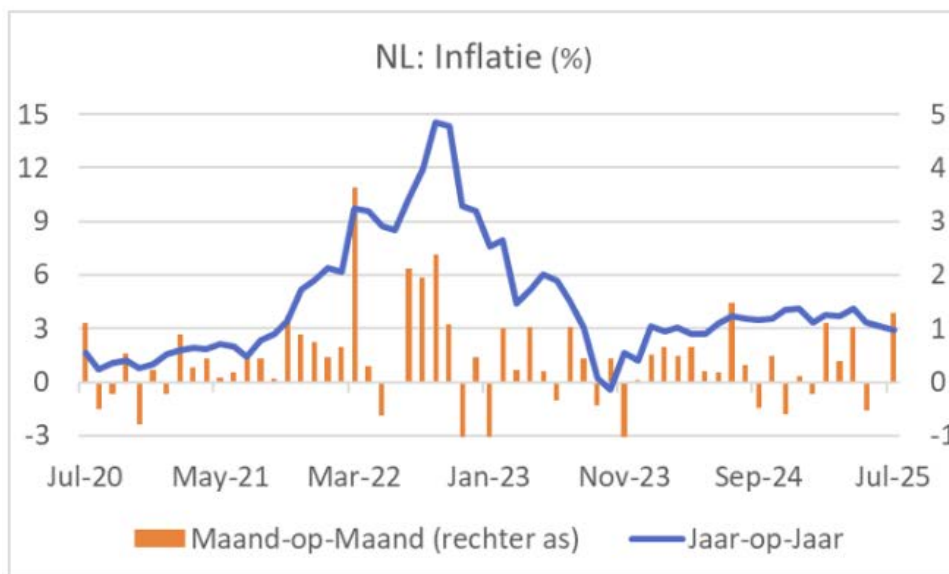
The results show that even modest changes in inflation assumptions can lead to sizeable and uneven effects across generations. Higher initial inflation mainly disadvantages middle-aged and older cohorts, while higher long-run inflation particularly affects younger participants by reducing future purchasing power. Greater inflation persistence amplifies redistribution effects and increases the risk that transition outcomes fall outside predefined bandwidths. Outcomes are also sensitive to the funding ratio at the moment of transition. Overall, the findings underline the importance of explicitly accounting for inflation uncertainty throughout the pension transition process

## 1. Inleiding

‘Een eerder perspectief op een koopkrachtig pensioen’ is een van de centrale doelstellingen van de Wet toekomst pensioenen (MvT, p. 14). Daarmee is inflatie – en bescherming tegen inflatierisico – een essentiële pijler geworden bij de overgang naar het nieuwe pensioencontract. Vertrouwen in het nieuwe stelsel vereist dat pensioenen hun koopkracht behouden, zowel op de korte als op de lange termijn. Tegelijkertijd is inflatieonzekerheid toegenomen, mede door verschuivende geopolitieke verhoudingen en een wereldwijde opleving van protectionisme. De escalerende handelsoorlog tussen grote economische blokken, waaronder de VS, China en de EU, leidt tot verstoringen in wereldwijde toeleveringsketens en hogere invoerprijzen. Hierdoor ontstaat opwaartse druk op inflatie, terwijl de traditionele instrumenten van centrale banken, zoals renteverlaging, minder effectief blijken in dit complexe krachtenveld.

DNB-president Klaas Knot waarschuwde in 2022 voor een nieuwe variant van stagflatie<sup>1</sup>: een combinatie van hardnekkige inflatie, lage economische groei en relatief lage werkloosheid. In zowel het eurogebied als de VS worden eerdere verwachtingen van monetaire versoepeling uitgesteld. Daarbij zorgen de aanhoudende onzekerheid over grondstoffenprijzen en de fragiele geopolitieke situatie voor een volatiel inflatiebeeld. Bovendien is de regering Trump in de VS een prijsopdrijvende tarievenoorlog gestart met een moeilijk voorspelbare afloop. Tegelijkertijd nemen de zorgen toe over de budgettaire plannen en de oplopende staatsschuld in de VS en de onrust die daardoor ontstaat op de financiële markten.

Figuur 1. Nederlandse inflatie 2020-2025



Bron: [www.macrobond.com](http://www.macrobond.com)

<sup>1</sup> Interview met Klaas Knot, *Financieele Dagblad*, 18 maart 2022.

Figuur 1 toont duidelijk de recente inflatiepiek in 2022/23 en de stabilisatie erna op een niveau rond 3 procent. Ook duidelijk in figuur 1 zijn de grote maand-op-maandschommelingen van inflatie.

Inflatie is een onzekerheid voor pensioenfondsen. De mate waarin zij erin slagen om de pensioenen waardevast te houden tijdens en kort na de transitie, zal bepalend zijn voor het publieke vertrouwen in het nieuwe stelsel.

In dit onderzoek staat de vraag centraal wat we kunnen leren van de recente inflatieschok en de daarop volgende persistentie van inflatie. Hoe kan worden voorkomen dat nieuwe schokken (positief of negatief) de pensioentransitie bemoeilijken? Wanneer de afgesproken doelstellingen – bijvoorbeeld over boven- of ondergrenzen aan generatie-effecten – door onvoorziene ontwikkeling van de inflatie onverhoopt onhaalbaar blijken, dan kan dit de transitie ernstig verstoren. In dit onderzoek beogen we met behulp van stochastische simulaties inzicht te geven in de kansen dat dergelijke complicaties zich voordoen in verschillende fasen van de transitie naar het nieuwe contract.

Verschillende momenten van de transitie zijn belangrijk voor het vertrouwen van deelnemers. Pensioenfondsen dienden in beginsel uiterlijk op 1 juli 2025 hun implementatieplan in bij DNB.<sup>2</sup> Onderdeel van het implementatieplan is het transitieplan, waarin sociale partners hun keuzes aangeven met betrekking tot de transitie en de invulling van het nieuwe pensioencontract, inclusief de overwegingen en berekeningen die daaraan ten grondslag liggen en een toelichting van de manier waarop ze omgaan met opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten.<sup>3</sup> Als de sociale partners willen invaren, dan hoort bij dit transitieplan een berekening van de generatie-effecten vanwege wijziging van de pensioenovereenkomst.<sup>4</sup> Dit is het eerste sleutelmoment in de transitie. Volgende sleutelmomenten zijn het moment van invaren en de werkelijke transitie met het eerste UPO onder het nieuwe stelsel (zie figuur 2). Wij nemen aan dat het UPO direct bij de transitie wordt opgemaakt en aan de deelnemers wordt gecommuniceerd. In werkelijkheid kan er enige tijd tussen zitten.

Wij onderzoeken de mogelijke effecten van inflatie-onzekerheid op elk van deze sleutelmomenten. En voor alle drie de momenten analyseren we hoe de uitkomsten kunnen veranderen bij alternatieve veronderstellingen over het inflatieproces en de betekenis daarvan voor de beslissingen en communicatie op die momenten. In het bijzonder kijken we naar de gevolgen van een andere startwaarde van de inflatie, een andere langetermijn-evenwichtswaarde en een andere convergentiesnelheid naar dit evenwicht.<sup>5</sup> Bij deze berekeningen maken we gebruik van het stochastische DNB-model (2022) voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds.

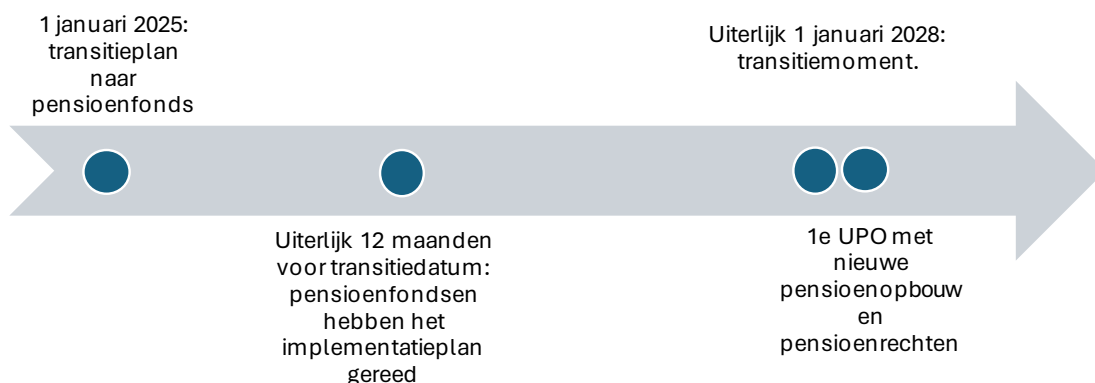
2 Zie Wtp Factsheet: Toezicht door DNB op implementatie van de transitie door pensioenfondsen

3 Zie Wtp Factsheet: Transitieplan Wet toekomst pensioenen

4 Zie Artikel 150d lid 2 Pensioenwet

5 Zie Artikel 150e lid 1 Pensioenwet

**Figuur 2.** Tijdlijn met de sleutelmomenten van de pensioentransitie



Bronnen: Tijdlijn wetgevingstraject en implementatiefase | Werken aan ons Pensioen en Meer maatwerk voor indieningsdatum implementatieplannen pensioentransitie | Rijksoverheid.nl

Voor het eerste sleutelmoment, het transitieplan, berekenen we generatie-effecten voor alle huidige generaties. Dit doen we voor in ieder geval de maatstaven nettoprofijs en de pensioenverwachtingen in drie scenario's: optimistisch, neutraal (mediaan) en pessimistisch.

In het implementatieplan moeten pensioenfondsen boven- en ondergrenzen aangeven voor de transitie-effecten. Met onze analyse kunnen we toetsen of de uitkomsten, bijvoorbeeld bij het nettoprofijs, ook bij alternatieve veronderstellingen over het inflatieproces binnen de aangegeven bandbreedtes blijven.

Het invaren is het volgende sleutelmoment. Bij het opstellen van het implementatieplan is een scenarioanalyse gebruikt om voor de belangrijkste risico's in beeld te brengen of de doelstellingen uit het transitieplan worden behaald. Tussen het transitieplan en het moment van invaren kunnen zich echter zodanige schokken voordoen, dat invaren voor sommige groepen niet haalbaar is binnen de vastgestelde transitiedoelstellingen. Dit onderzoeken we voor een aantal representatieve startsituaties (lees: dekkingsgraad) ten tijde van het transitieplan en door vervolgens weer te simuleren met het stochastisch model.

Als laatste komt de werkelijke transitie aan bod met het eerste UPO onder het nieuwe regime. Veel huishoudens (en in elk geval de media) zullen zich bij dit eerste UPO afvragen wat er gebeurd zou zijn onder het oude systeem. Het communicatieplan bevat daarom informatie over de pensioenverwachtingen met en zonder wijziging van de pensioenovereenkomst voor de drie voorgeschreven scenario's (optimistisch, neutraal en pessimistisch).<sup>6</sup>

Voordat we aan deze analyse toekomen, bespreken we enkele achtergronden (sectie 2) en de onderzoeksmethode (sectie 3), waarbij we ook ingaan op het gebruikte model en de manier waarop we de fundamentele onzekerheid modelleren. Daarna komen in secties 4 tot en met 6 de drie sleutelmomenten aan de orde. In sectie 7 besteden we nog apart aandacht aan het belang van het projectierendement. De conclusie volgt in sectie 8.

<sup>6</sup> Zie Artikel 150j lid 2 Pensioenwet



## 2. Inflatie onvoorspelbaarder

Vanaf de introductie van de euro was er ruim twintig jaar sprake van een betrekkelijk stabiele inflatie, mede dankzij effectieve beheersing door de Europese Centrale Bank (ECB). Deze periode wordt wel het laatste deel van de *Great Moderation* genoemd. De afgelopen vijf jaar werden gedomineerd door een onverwachte, sterke opleving van de inflatie. En hoewel de inflatie recent weer is gedaald, zijn de zorgen over de beheersbaarheid van de inflatie niet weggenomen. De zogenaamde kerninflatie in de eurolanden is nog steeds hoog en vertoont ook grote verschillen tussen landen (Hernández de Cos, 2025). Algemeen wordt ervan uitgegaan dat we in de toekomst moeten rekenen op flink toegenomen inflatieonzekerheid. Volgens ECB-bestuurder Isabel Schabel staan we na de *Great Moderation* nu aan de vooravond van de *Great Volatility* (ECB, 2022). Zij waarschuwt voor moeilijker te beheersen persistente schokken in inflatie door stijgende grondstoffenprijzen en mogelijk ook veranderende loonprijzdynamiek. Hoe de inflatie zich zal ontwikkelen is daardoor moeilijker te voorspellen, ook op korte termijn.

Onderzoek door Hernández de Cos (2025) laat zien dat de traditionele modellen voor inflatie aan voorspelkracht hebben ingeboet; in de afgelopen vijf jaar laten die grote voorspelfouten zien. Mogelijk is er sprake van structurele veranderingen in de onderliggende inflatieprocessen.<sup>7</sup> Nog steeds vormen internationale energieprijzen een grote bron van onzekerheid, maar ook de prijzen in de ‘contactintensieve’ diensten (toerisme, hospitality) spelen een steeds belangrijker rol, gevoed door de toenemende consumentenvraag in combinatie met personeelskrapte.

Het is opvallend, dat ondanks de krappe arbeidsmarkt de lonen zijn achtergebleven bij de inflatie. De winstmarges zijn daarentegen wel duidelijk gestegen. De ECB (2023) wijst ook op de ‘winstmarge-inflatie’ als drijvende kracht achter de hoge inflatie in Europa in de afgelopen jaren. Keerzijde daarvan is dat de reële lonen al langere tijd onder druk staan. Dit kan aanleiding vormen voor een inhaalbeweging in de lonen de komende jaren, met mogelijk ook een loonprijsspiraal als gevolg.

De grotere onzekerheid over inflatie en mogelijke breuk in onderliggende mechanismen stelt de monetaire autoriteiten (ECB) voor belangrijke vragen. In 2025 vindt weer een periodieke herijking plaats van de monetaire strategie van de ECB. De vorige herziening dateert uit 2021 en stond in het teken van de zogenaamde *zero bound* en het risico dat het monetair instrumentarium effectiviteit verliest doordat de rente door de lage inflatie op de ondergrens (iets onder 0) stuit. Dit was reden om het inflatiedoel te herformuleren van ten hoogste 2 procent naar rond 2 procent over de middellange termijn. Op dit moment is het

---

<sup>7</sup> Staehr en Tkacevs (2025) onderzoeken de onzekerheid in inflatie over een lange termijn en vinden ook grote verschillen in volatiliteit en onderliggende processen in de loop der geschiedenis.

beeld weer geheel anders en richten de zorgen zich vooral op een persistent hogere inflatie op langere termijn. Bovendien bestaat er onzekerheid over de gevoeligheid van inflatie voor de instrumenten van de ECB en wat dat betekent voor het te voeren monetaire beleid.

Van Gastel e.a. (2022) hebben gekeken naar een reële oriëntatie van het nieuwe pensioencontract. Zij concluderen dat het inflatierisico in de recente decennia beperkt was, maar dat het niettemin een belangrijk risico blijft, zeker waar persistente stagflatie kan optreden. Wanneer pensioenbestuurders een dergelijk scenario voorstelbaar achten, kan reële bescherming een sterke meerwaarde hebben (p. 37). Een zekere mate van reële bescherming kan worden geboden via specifieke beschermingsrendementen en lijkt slechts beperkte kosten te hebben. In een vervolgstudie (Van Gastel e.a, 2024) adviseren de auteurs de gangbare scenario's kritisch te evalueren op mogelijke inflatierisico's en om verder onderzoek te doen naar de impact op het delen van inflatierisico's binnen het fonds.

Meer in het algemeen is de les dat meer flexibiliteit in het beleid nodig is, zodat sneller gereageerd kan worden op veranderende omstandigheden en inzichten. Dit geldt voor de monetaire autoriteiten, maar evengoed voor de Nederlandse pensioenfondsen. Omdat men minder kan vertrouwen op de bestaande voorspelmodellen moeten mogelijke ontwikkelingen ook in breder perspectief worden beschouwd. Scenario's kunnen daarbij een belangrijk instrument vormen. Dit geldt met name in een periode van transitie, zoals nu voor de Nederlandse pensioenfondsen bij de overgang van het financieel toetsingskader (FTK) naar de Wet toekomst pensioenen (Wtp). Het vooruitzicht van een periode met toegenomen onzekerheid over inflatie vormt een belangrijke achtergrond van dit paper, waarin we de gevolgen van verschillende scenario's verkennen voor inflatie en de doorwerking ervan in rente en pensioenuitkomsten.

### 3. Onderzoeksaanpak

Ons onderzoek bouwt voort op DNB (2022). Met behulp van stochastische simulaties analyseren we gevolgen van inflatieschokken voor pensioenuitkomsten. De stochastische scenario's worden gegenereerd door het model van de Commissie Parameters (2022), het standaardmodel in de Nederlandse pensioensector. Deze berekeningen worden gekenmerkt door simulatieonzekerheid en parameteronzekerheid. Simulatieonzekerheid kan worden verkleind door een groter aantal simulaties uit te voeren. Parameteronzekerheid is problematischer, omdat deze samenhangt met de fundamentele onzekerheid ten aanzien van de parameters die als input dienen voor de scenariogenerator. Deze parameters worden regelmatig opnieuw geschat op basis van de meest recente informatie. Dit kan echter niet alle onzekerheid wegnemen; het blijft belangrijk om de gevoeligheid van de berekeningen te testen voor alternatieve veronderstellingen over de kernparameters in het model.

In onze analyses maken we gebruik van een stochastische-scenariogenerator en een pensioenmodel. De stochastische-scenariogenerator genereert een set van economische scenario's die de input vormen voor het pensioenmodel. Met behulp van het pensioenmodel berekenen wij de pensioenuitkomsten, gegeven het beleid en de financiële situatie van het pensioenfonds (premie, beleggingsmix, dekkingsgraad, e.d.).<sup>8</sup>

#### 3.1 De scenariogenerator

De relatie tussen nominale rente en inflatie vormt de economische kern (de 'scenariogenerator') van het model. Daarnaast bevat het model een beschrijving van het pensioenfonds en de doorwerking van de economische variabelen op de pensioenuitkomsten. In de scenariogenerator is ook het effect van inflatie op de rente meegenomen. Als reactie op een exogene inflatieschok zal de ECB het rente-instrument hanteren om de inflatie terug te brengen naar het gewenste niveau. Een inflatieschok heeft daardoor niet alleen een direct effect op de koopkracht van pensioenen, maar ook op de nominale waarde van de pensioenuitkering via het pensioencontract, zeker onder het FTK. Voor een beschrijving van de werking van de scenario-generator verwijzen we kortheidshalve naar de Technische Appendix van Advies van de Commissie Parameters 2022.<sup>9</sup> Voor onze analyse is een vereenvoudigde weergave voldoende:

$$d \begin{bmatrix} v_t \\ r_t \\ \pi_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} K_{vv} & 0 & 0 \\ K_{vr} & K_{rr} & K_{r\pi} \\ K_{v\pi} & K_{r\pi} & K_{\pi\pi} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mathbb{E}v_\infty - v_t \\ \mathbb{E}r_\infty - r_t \\ \mathbb{E}\pi_\infty - \pi_t \end{bmatrix} dt + V(v_t)dW_t^{\mathbb{P}}$$

8 Buiten simulatieonzekerheid en parameteronzekerheid kunnen wij modelonzekerheid niet uitsluiten. In dit paper beperken wij ons tot parameteronzekerheid.

9 *Advies van de Commissie Parameters*, Rijksoverheid, 2022.

De variabele  $v$  is een indicator van de toekomstige mate van onzekerheid op de financiële markten,  $r$  de korte termijn nominale rente en  $\pi$  de te verwachten Europese inflatie. Alle andere variabelen, zoals de aandelenprijs, de consumentenprijsindex (en daarmee de werkelijke inflatie) en de gehele rentecurve, worden door deze drie kernvariabelen bepaald. De matrix  $K$  bepaalt hoe de huidige afwijking van de drie kernvariabelen ten opzichte van de langetermijnwaarden van invloed is op de verandering van deze drie kernvariabelen. De laatste term is stochastische ruis, waar  $W_t^p$  een vector is. De matrix  $V(v_t)$  bepaalt de correlatie tussen de schokken.

Dit model wordt geschat op basis van cijfers voor de afgelopen decennia en marktinformatie van ultimo 2024. Wij kunnen de uitkomsten beïnvloeden door a) het verband tussen de nominale rente en inflatie te veranderen, b) een andere startsituatie op te leggen of c) de langetermijn-evenwichtswaarden aan te passen:

- a) de coëfficiënten  $K_{rr}$ ,  $K_{\pi r}$ ,  $K_{r\pi}$  en  $K_{\pi\pi}$
- b) de initiële situatie  $v_t$ ,  $r_t$  en  $\pi_t$  (relevant voor het moment van transitie) en/of
- c) de langetermijn-evenwichtswaarden (i.e. *mean-reverting-levels*)  $\mathbb{E}v_\infty$ ,  $\mathbb{E}r_\infty$  en  $\mathbb{E}\pi_\infty$

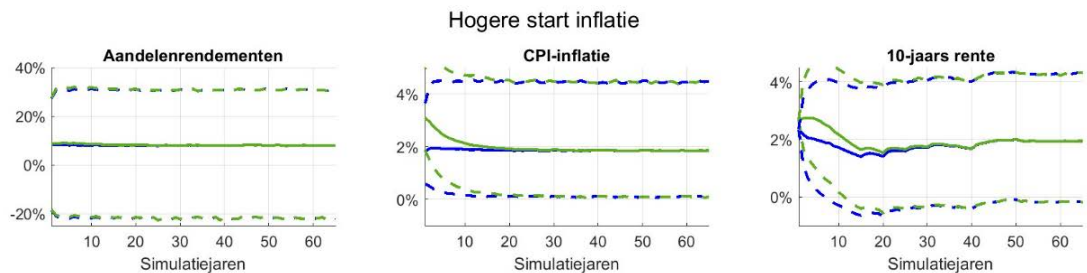
De evenwichtswaarden geven aan naar welke waarde de variabelen op lange termijn tenderen. Voor de inflatie wordt dit bepaald door het doel van het ECB-beleid, de norm van 2 procent. De afwijking tussen de feitelijke inflatie en deze 2 procentnorm is bepalend voor de rente van de ECB.

Voor onze toepassing op de transitieperiode speelt de uitgangssituatie een grote rol in de gevoeligheidsanalyse. Daarnaast kunnen we met aanpassingen van de matrix  $K$  bepalen hoe snel de drie kernvariabelen terugkeren naar hun evenwichtswaarden en hoe deze variabelen elkaar beïnvloeden. Een sterkere reactie van monetaire beleidsmakers op schokken in inflatie kunnen we modelleren met een hogere waarde van  $K_{\pi r}$ , die de gevoeligheid van de inflatie ( $\pi$ ) voor de rente ( $r$ ) bepaalt. De parameterwaarden van de basisscenario'set zijn gekalibreerd op een periode met grotendeels gematigde inflatie. De recente inflatieschok leek in eerste instantie niet bijzonder persistent, waardoor niet is uitgesloten dat het gevaar van persistente inflatie wordt onderschat. Een andere mate van persistente inflatie kunnen wij modelleren door te kiezen voor een andere waarde van  $K_{\pi\pi}$ , die bepalend is voor de autocorrelatie in inflatie.<sup>10</sup>

Een hogere startwaarde van inflatie beïnvloedt de uitkomsten voor de inflatie en rente zoals gegeven in figuur 3. De blauwe lijnen geven het basisscenario weer, de groene lijnen geven de schok weer. Voor beide wordt de mediane uitkomst afgebeeld met de doorgetrokken lijn; de spreiding wordt in beeld gebracht door een hoog en een laag scenario (p95

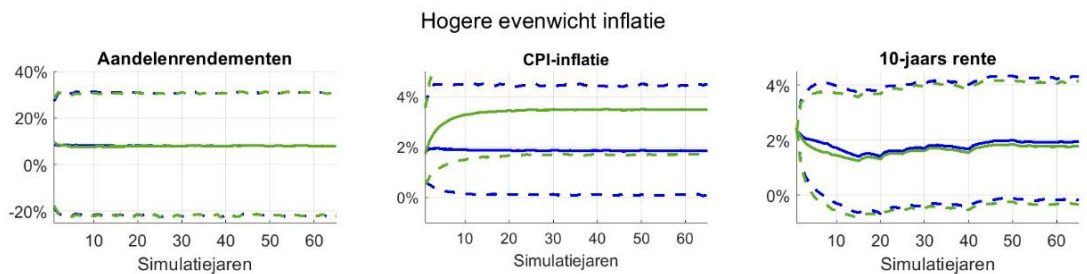
<sup>10</sup> De matrix  $K$  heeft ook effect op de rentetermijnstructuur. Door in vergelijkingen (78) en (79) van de Technische Appendix van Advies van de Commissie Parameters 2022 de parameters  $\psi$  en  $\phi$  constant te houden, voorkomen we een effect op de rentetermijnstructuur.

**Figuur 3.** Effect van een 1 procentpunt hogere startwaarde van inflatie op de scenarioset



blauw = basisscenario, groen = alternatief scenario

**Figuur 4.** Effect van een 1 procentpunt hogere langetermijn-evenwichtsinflatie op de scenarioset



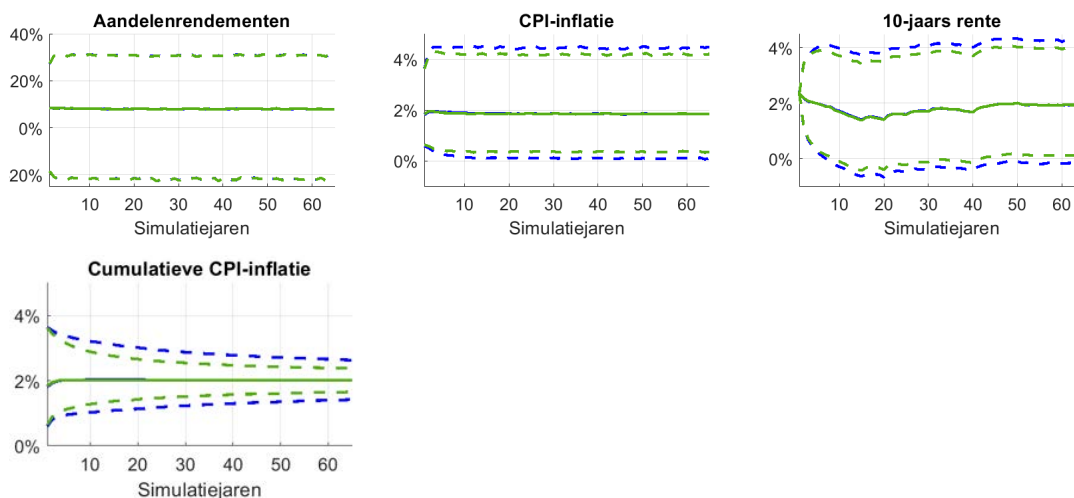
blauw = basisscenario, groen = alternatief scenario

en p5). Inflatie is in de mediaan na ongeveer vijftien jaar terug op het basisniveau en is daarmee in het basismodel al redelijk persistent. Een hogere inflatie impliceert een positieve afwijking ten opzichte van de evenwichtswaarde en de ECB zal restrictief beleid voeren. Hierdoor stijgt de rente boven het niveau in het basisscenario, wat bij pensioenfondsen doorwerkt in onder andere een hogere dekkingsgraad.

Figuur 4 toont de variant met een hogere langetermijnwaarde voor de inflatie, bijvoorbeeld door persistente opwaartse druk op de prijsstijging. Om de effecten hiervan zo zuiver mogelijk in isolatie te bepalen, veronderstellen wij dat het ECB-beleid in dit scenario niet wijzigt (de norm voor de inflatie blijft 2 procent); de rentetermijnstructuur wijzigt dan niet. Zouden we die restrictie niet opleggen, dan leidt dat tot de onwaarschijnlijke situatie dat de initiële inflatie onder de nu hogere evenwichtsinflatie ligt en dat de rente daardoor daalt.<sup>11</sup> Een hogere evenwichtsinflatie heeft uiteraard effect op de inflatie, vooral op de langere termijn. Na tien jaar is de inflatie in de mediaan gestegen tot de nieuwe langetermijnwaarde. De ongewijzigde rentetermijnstructuur heeft in de analyses tot gevolg dat op het moment van impact de dekkingsgraad van pensioenfondsen niet verandert.

<sup>11</sup> Dit zal zich wel voordoen wanneer de ECB het beleid aanpast en kiest voor een hogere norminflatie.

**Figuur 5.** Effect van een snellere convergentie op de scenario'set:  $K_{\pi\pi}$  omhoog van 25 procent naar 45 procent, waardoor de halfwaardetijd daalt van vijf naar vier jaar



blauw = basisscenario, groen = alternatief scenario

Bij snellere convergentie naar de langetermijnwaarde wordt de spreiding van inflatie kleiner; als inflatie afwijkt van de evenwichtswaarde, keert deze namelijk sneller terug.<sup>12</sup> Tevens is er een klein effect op de rente: als de spreiding van inflatie afneemt, gebeurt dit ook voor de spreiding van de rente. Hogere inflatie betekent langere tijd een hogere rente en vice versa. Figuur 5 toont in het onderste panel de impact op de cumulatieve CPI-inflatie, waarbij de persistentie resulteert in een duidelijk zichtbare kleinere spreiding over een langere tijdshorizon.

In dit paper tonen wij de resultaten van een hogere startwaarde van inflatie, een hogere langetermijn-evenwichtsinflatie, een snellere convergentie naar de evenwichtswaarde van inflatie. De resultaten van een tegengestelde schok laten steeds, zoals verwacht, een omgekeerd effect zien. Om het paper overzichtelijk te houden, tonen we de resultaten niet beide kanten op, maar naar één kant.

### 3.2 Pensioencontracten onder het FTK en de Wtp

Om de effecten van inflatie op de overgang van het oude pensioencontract (FTK) naar het nieuwe contract (Wtp) te bepalen, hebben we een model nodig van zowel het oude FTK-contract als het nieuwe Wtp-contract. Voor de overgangperiode moeten we ook de speciale regels van het transitierégime meenemen en de keuzes die bij het invaren worden gemaakt over de verdeling van het pensioenvermogen. Om zoveel mogelijk aan te sluiten bij de lite-

<sup>12</sup> We analyseren hier een snellere in plaats van een tragere convergentie. De reden is dat een aanpassing in de matrix  $K$  (voor P-scenario's) doorwerkt op de matrix  $M$  (voor Q-scenario's) via formule (10) uit de Technische Appendix bij Advies Commissie Parameters 2022 | Rijksoverheid.nl:  $M = K + \Sigma^{\pi} \Lambda_1$ .

De doorwerking van een neerwaartse aanpassing leidt tot instabiele scenario's (grote aanpassing) of tot te weinig inzichten (kleine aanpassing).

ratuur gebruiken we het fictieve ‘gemiddelde’ pensioenfonds van DNB (2022). De collectieve beleggingsmix bestaat uit 50 procent vastrentende waarden (tevens ook de renteafdekking) en 50 procent zakelijke waarden. Dit geldt voor zowel de pensioenovereenkomst voor transitie (FKT) als na transitie (Wtp). De toedeelregels van het overrendement in de Wtp volgen een dalende lifecycle die is gemaximeerd op 150 procent.<sup>13</sup> Gezien de focus op inflatie in dit onderzoek is vooral de inflatiebescherming in het nieuwe Wtp-contract belangrijk. Wij veronderstellen dat het projectierendement (PR) gelijk is aan de risicovrije rentetermijnstructuur (RTS). Als het overrendement gelijk is aan de inflatie, dan is het uitkeringsprofiel in reële termen stabiel.

Bij alle berekeningen houden we de premie voor de eenvoud en vergelijkbaarheid constant; dit voorkomt discrepanties tussen het nettoprofiel en de pensioenuitkomsten. Het UPO vermeldt immers de (verwachte) pensioenuitkeringen en houdt geen rekening met de daarvoor vereiste premie-inleg. Nettoprofiel geeft daarentegen het saldo weer van de marktwaarde van de uitkeringen en de premie-inleg. Varieert dan de premie-inleg, dan kan dat een vertekenend beeld geven.

Onze analyse beperkt zich tot standaard pensioenfondsen, waarvoor we het ‘gemiddelde’ fonds van het DNB-model als uitgangspunt nemen. Dit zijn de fondsen die het meest waarschijnlijk zullen invaren en veruit het grootste deel van de markt dekken. Volgens de Wtp-uitvraag van Q2-2025 zijn er vijf pensioenfondsen ingevaren per 1/7/2025, verwachten 36 pensioenfondsen in te varen vóór 1/1/2026, verwachten 66 pensioenfondsen in het jaar 2026 in te varen en maken 29 pensioenfondsen naar verwachting in 2027-2028 de overstap.<sup>14</sup> De transitie van verzekeraars is voor deze analyse minder relevant. Als zij al invaren, dan gaan zij vaak van een beschikbare premiereregeling onder het FTK naar een grotendeels vergelijkbare regeling onder de Wtp. Wel hebben de verzekerde regelingen te maken met een compensatieprobleem door de overgang van een progressieve, leeftijdsafhankelijke staffel naar een vlakke staffel voor de pensioenopbouw.

We geven de uitkomsten weer voor de wettelijke maatstaven ‘veranderingen in nettoprofiel’ en ‘verandering in pensioenverwachtingen’ voor zowel het FTK als de Wtp. Veranderingen worden uitgedrukt als het percentage van de gewijzigde situatie ten opzichte van de huidige situatie.<sup>15</sup> Op basis van deze simulaties maken we de gevolgen van inflatie-onzekerheid voor de transitie inzichtelijk. Dit onderzoek is nadrukkelijk geen contractvergelijking, maar richt zich op de haalbaarheid van de transitiedoelstellingen en het pensioen direct na de transitie.

---

<sup>13</sup> Zie DNB (2022) voor meer details.

<sup>14</sup> Bron: p.15, Kamerbrief Voortgangsrapportage monitoring Wet toekomst pensioenen – zomer 2025 | Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

<sup>15</sup> Zie voor meer details over Berekening transitie-effecten en toepassing vba-rekenmethodiek | De Nederlandsche Bank.

In het transitieplan kan onderscheid worden gemaakt tussen pensioenverwachtingen voor actieven en gepensioneerden. De pensioenverwachting voor gepensioneerden bestaat uit de pensioenuitkering onder de nieuwe Wtp; die kunnen wij direct vergelijken met de pensioenuitkering als er niet wordt ingevaren, dus onder het FTK. Voor nog niet gepensioneerde deelnemers liggen de uitkeringen verder in de toekomst, maar we kunnen die uitkeringen op een vergelijkbare manier berekenen in de mediaan, het pessimistisch scenario (p5) en het optimistisch scenario (p95). Doordat schokken in het FTK en Wtp anders worden verdeeld, komen deze scenario's bij een vergelijking van de uitkomsten onder FTK en Wtp niet noodzakelijk overeen. Om te voorkomen dat de uitkomsten van verschillende scenario's toch met elkaar worden vergeleken, presenteren we daarnaast ook de verschillen tussen eerste pensioenuitkeringen onder het FTK en de Wtp voor dezelfde, identieke scenario's.



## 4. Haalbaarheid van de transitiedoelstellingen in het transitieplan

Als invaren deel uitmaakt van het transitieplan van sociale partners, dan zal het pensioenfonds de transitie-effecten moeten kwantificeren aan de hand van (in ieder geval):

- nettoprofit (of brutoprofit)
- de pensioenverwachtingen in drie voorgeschreven scenario's:
  - pessimistisch
  - mediaan
  - optimistisch<sup>16</sup>

Daarnaast geven pensioenfondsen inzicht in de generatie-effecten van de voorgenomen transitie en bepalen zij boven- en ondergrenzen voor onder andere de verdeling van het nettoprofit. Essentieel is dat bij nieuwe berekeningen in latere fasen van het transitieproces de verdelingseffecten binnen deze grenzen blijven. Zo niet, dan moeten de plannen worden aangepast met alle complicaties van dien. De simulaties zijn echter omgeven met onzekerheid over de juistheid van de parameters (en het model). Het is ongewenst dat een kleine verandering van één van de parameters ertoe leidt dat de transitiedoelstellingen niet haalbaar blijken.

Concreet stellen we in deze sectie de vraag: welke effecten hebben i) een andere startwaarde voor de inflatie, ii) een andere evenwichtswaarde voor de inflatie en iii) een persistenter inflatieproces op de haalbaarheid van de transitiedoelstellingen? We modelleren dit op drie manieren:

- 1) een hogere waarde van  $\pi_0$
- 2) een hogere waarde voor de langetermijn-evenwichtswaarde van inflatie
- 3) een lagere waarde van  $K_{\pi\pi}$

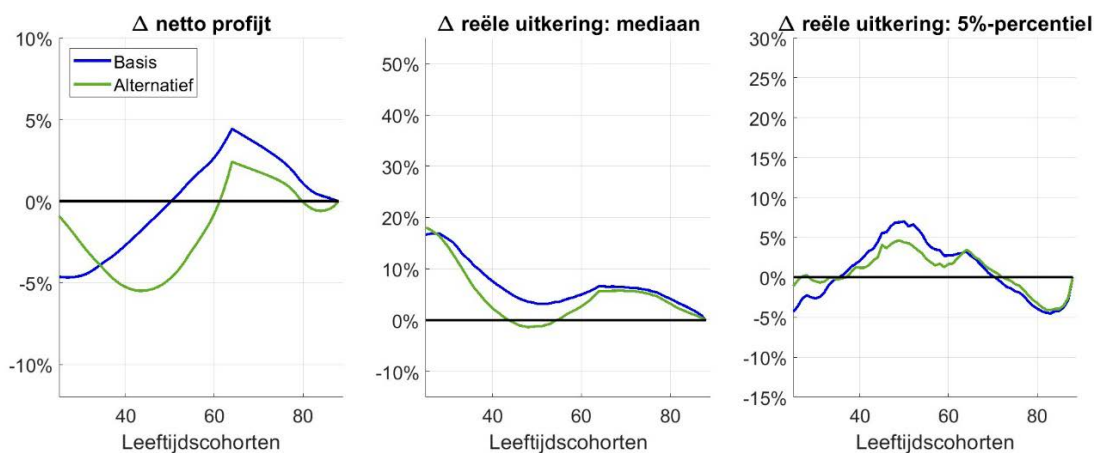
Figuur 6 geeft voor elk leeftijdscohort drie transitie-indicatoren: 1) verandering nettoprofit (links), 2) de verandering van de mediaan reële uitkering (midden) en 3) de verandering van het pessimistisch scenario (p5) van de reële uitkering (rechts).

Bij de pensioenverwachtingen worden de mediaan en het lage 5%-percentiel weergegeven. Dat laatste geeft een indicatie van de spreiding (risico) in de mogelijke uitkomsten. Bij nettoprofit worden mediaan en spreiding samen gewogen in één getal: de marktwaarde van de uitkomsten. Een ander verschil tussen nettoprofit en pensioenverwachtingen is dat nettoprofit het saldo van het pensioenresultaat en de betaalde premie weergeeft. In onze analyse is dit verschil van minder belang, omdat we de premie steeds constant veronderstellen.

---

<sup>16</sup> Zie Artikel 150e lid 1 Pensioenwet

Figuur 6. Effect van een 1 procentpunt hogere startwaarde van inflatie op de transitie-indicatoren



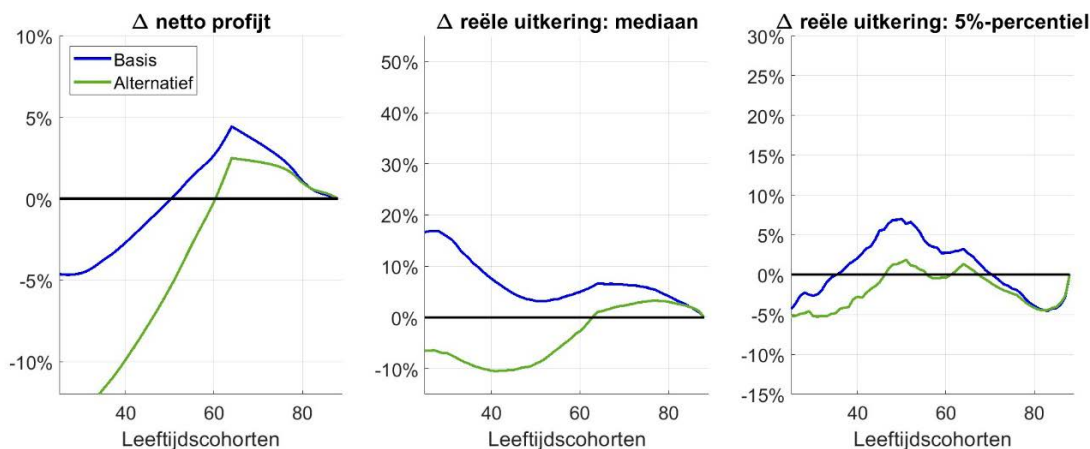
blauw = basisscenario, groen = alternatief scenario

De blauwe lijn geeft de waarde in de basisvariant weer, de groene lijn de waarde in het alternatief. De effecten worden alleen weergegeven voor de huidige generaties; de toekomstige generaties blijven buiten beeld, zoals ook in de door Wtp voorgeschreven berekeningen. Vanwege het *zero sum*-karakter van het nettoprofijt ontvangen zij het residu van alle huidige generaties.

Het linker paneel toont dat het nettoprofijt van de overgang naar Wtp bij een hogere startwaarde van inflatie voor elke generatie afneemt, behalve voor de echte jongeren. Deze achteruitgang voor deelnemers ouder dan 30 jaar bestaat uit twee componenten. Ten eerste leidt de hogere inflatie onder FTK tot meer indexatie, mits de buffer toereikend is (het is een schok op de startinflatie; de structurele inflatie en daarmee de TBI-grens blijven ongewijzigd). Daarnaast leidt het tot een reactie van de ECB en neemt de rente iets toe (zie figuur 3). De hogere rente geeft een hogere dekkingsgraad, waardoor er daadwerkelijk extra kan worden geïndexeerd in het FTK. De verdisconteerde waarde van de nettocashflow in het FTK stijgt, wat leidt tot een daling van het nettoprofijt bij overgang naar de Wtp. De interpretatie is dat actieve generaties en gepensioneerden indexatie mislopen die ze onder het FTK wel zouden krijgen.

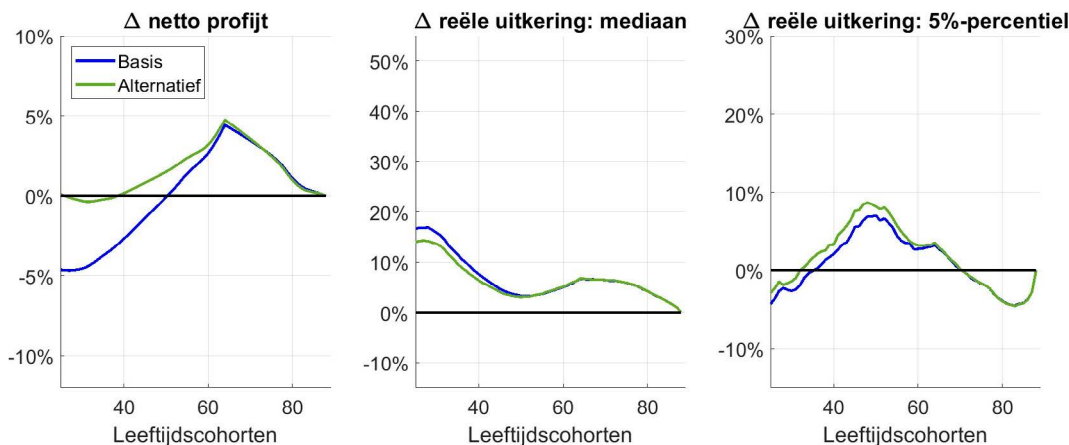
Het tweede effect is een direct gevolg van het gebruik van de standaardmethode bij het invaren. De hogere buffer wordt evenredig aan de huidige opgebouwde rechten uitgekeerd met een correctie voor met name de oudsten, wat het negatieve effect voor de gepensioneerde cohorten dempt. De middengroep heeft - mede door de doorsneepremie - nog niet voldoende pensioenrechten opgebouwd om voldoende te profiteren van deze hogere dekkingsgraad bij transitie. Voor die middengroep domineert het eerste effect. Zij gaan er sterk op achteruit. Hetzelfde patroon is zichtbaar bij de verandering van de reële uitkeringen in de beide rechter panelen. Hier is de aanname wel dat onder de Wtp geen gerichte inflatiebescherming wordt geboden via bijvoorbeeld een solidariteitsreserve of indexbeleg-

**Figuur 7.** Effect van een 1 procentpunt hogere langetermijn-evenwichtswaarde van inflatie op de transitie-indicatoren



blauw = basisscenario, groen = alternatief scenario

**Figuur 8.** Effect van een snellere convergentie van inflatie op de transitie-indicatoren



blauw = basisscenario, groen = alternatief scenario

gingen, maar enkel indirect via beleggingen in obligaties en aandelen en dat de solidariteitsreserve wordt aangevuld (uitgedeeld) wanneer het overrendement positief (negatief) is.

Een hogere langetermijn-evenwichtswaarde van inflatie heeft grote negatieve gevolgen voor het nettoprofijt en reële uitkeringen. De verandering van het nettoprofijt wordt gedreven doordat de indexatie in het FTK is gemaximeerd op de werkelijke inflatie ('genoeg is genoeg'). Bij een hogere inflatie kan dus meer worden geïndexeerd, mits de buffers toereikend zijn. De schok heeft echter geen effect op de rentetermijnstructuur, waardoor de dekingsgraad hetzelfde is als onder de basisvariant. Het pensioenvermogen wordt dus bij het alternatief op dezelfde manier verdeeld als in het basisscenario. Hieruit volgt dat het verschil tussen de contante waarde van de uitkeringen onder het FTK en het pensioenvermogen in Wtp na invaren toeneemt.

Een snellere convergentie van inflatie naar de langetermijn-evenwichtswaarde verkleint de spreiding van inflatie. Aangezien deze schok geen direct effect heeft op het niveau van inflatie en omdat de rentetermijnstructuur in eerste instantie niet verandert (zie de scenario'set in figuur 5), heeft deze schok geen direct effect op de dekkingsgraad. Het positieve effect op het nettoprofijs voor jongere generaties komt door die kleinere onzekerheid op langere termijn. Het FTK biedt een mogelijkheid om tijdelijk onderdekking te hebben en stabiliseert daardoor de uitkering. Deze extra stabiliteit van het FTK is minder waardevol voor deelnemers als de economische onzekerheid kleiner is, zoals in deze alternatieve variant. Dit geldt vooral voor de jongeren, zoals is af te lezen uit alle drie de panelen in figuur 8. Hoewel we dit niet tonen, geldt – zoals voor de hand ligt – dat de effecten omdraaien bij een tragere convergentie van inflatie. Dit impliceert lagere nettoprofijs effecten bij meer persistentie door een tragere convergentiesnelheid van inflatie.

Samengevat blijkt dat de mate van herverdeling gevoelig is voor de onzekerheden in het inflatieproces – en het meest voor de jongere generaties. Bij een hogere startwaarde zien we dat het nadeel in nettoprofijs verschuift van de jongeren naar de middengroepen. Voor de jongsten is er nauwelijks effect op het verwachte pensioen en het slechte 5%-scenario laat zelfs een verbetering zien. Dit is anders bij een hogere langetermijnwaarde, wat met name de jongeren in termen van nettoprofijs treft. Een hogere langetermijnwaarde tast vooral de verwachte uitkering aan. Een snellere convergentie van de inflatie ten slotte vermindert de onzekerheid voor jongeren, waardoor de buffer in het FTK minder bescherming hoeft te bieden. Dit resulteert in een hoger nettoprofijs voor jongeren door de overstap naar de WTP.

## 5. Gevoeligheid voor schokken tussen transitieplan en invaren

In dit deel van de analyse kijken we naar hypothetische inflatieschokken die plaatsvinden tussen het transitieplan dat nu wordt bepaald en het moment van invaren. We veronderstellen dat ons fictieve pensioenfonds op 31 december 2027 alle oude pensioenrechten omzet. Een inflatieschok tussen nu en het moment van invaren beïnvloedt de dan ‘huidige’ kernvariabelen, specifiek  $\pi_t$ . Idealiter zouden we eerst ons fictieve pensioenfonds voor een groot aantal scenario's onder het FTK simuleren en dan voor elk scenario invaren. Vervolgens zouden we kunnen kijken in welke scenario's de transitiedoelstellingen haalbaar zijn. Dit is echter zeer bewerkelijk.

We passen een alternatieve en veel minder tijdrovende methode toe: voor een beperkt aantal, maar slim gekozen uitgangssituaties kijken we of de transitiedoelstellingen haalbaar zijn. Dit geeft een voldoende beeld van de belangrijkste exogene ontwikkelingen die van invloed zijn op de transitie. De uitgangssituatie wordt grotendeels bepaald door de dekkingsgraad. Om de relevante range van dekkingsgraden voor onze analyse te bepalen, gebruiken we de verschillende varianten van de FTK-doorrekeningen uit sectie 4 en een aantal vergelijkbare renteschokken. Voor elke variant starten we met een dekkingsgraad van 117 procent en een collectieve beleggingsmix van 50 procent vastrentende waarden en 50 procent zakelijke waarden. Na drie jaar bepalen we de verdeling van dekkingsgraden op basis van 10.000 scenario's. Vervolgens bepalen we de dekkingsgraad op het moment van transitie, opnieuw voor de drie voorgeschreven scenario's (p95, mediaan, p5). Deze uitkomsten gebruiken we als ‘representatieve’ waarden van een hoge dekkingsgraad, een normale dekkingsgraad en een lage dekkingsgraad.

Tabel 1 geeft de verdeling van de dekkingsgraad weer op het moment van invaren (na drie jaar) voor de basisvariant en voor de alternatieve varianten. Gebaseerd op bovenstaande hanteren we voor de vervolganalyse 90 procent en 140 procent als waarden voor een lage dekkingsgraad en voor hoge dekkingsgraad. Dit komt redelijk overeen met het 5de en 95de percentiel van de dekkingsgraad voor de verschillende scenariosets.

De grafieken in de linker kolom van figuur 9 tonen voor alle varianten dat een hogere dekkingsgraad leidt tot een hoger nettoprofiel voor deelnemers ouder dan 50 jaar. Zij zouden toch geen extra indexatie krijgen, want indexatie bij die hogere dekkingsgraad is al

**Tabel 1.** Verdeling van dekkingsgraad na drie jaar in de basisvariant en alternatieve varianten

Percentiel	Basis-variant	Start rente		Start inflatie		Langetermijn-rente		Langetermijn-inflatie	
		Hoog	Laag	Hoog	Laag	Hoog	Laag	Hoog	Laag
5%	92,1%	94,0%	88,8%	94,4%	90,1%	89,8%	93,7%	90,1%	93,3%
50%	119,1%	121,3%	115,6%	120,9%	117,2%	116,7%	120,8%	116,3%	121,0%
95%	139,3%	141,3%	136,4%	140,6%	138,1%	137,3%	141,0%	136,1%	141,4%

volledig, maar de standaardmethode alloceert meer vermogen naar hen. Deelnemers jonger dan 50 jaar hebben nog niet voldoende pensioenrechten opgebouwd, waardoor voor hen een potentieel hogere toekomstige indexatie zwaarder telt. De mediane reële uitkering geeft een ander beeld. Daar profiteren alle generaties van een overstap naar Wtp. Het pessimistische scenario is ongunstig voor de jongeren vanwege het uitdelen van de buffer bij invaren. Onder het FTK zou de buffer hen op lange termijn beschermen tegen ongunstige scenario's, maar die bescherming valt weg in de Wtp.

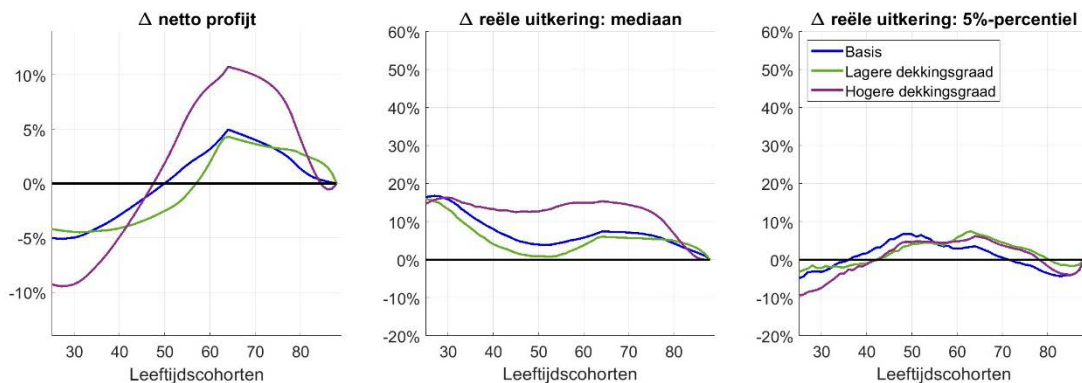
Een hogere initiële inflatie en een hogere evenwichtsinflatie hebben vergelijkbare effecten als in de vorige sectie. Een hogere initiële inflatie verlaagt het nettoprofiel voor de midden-groep en oudere deelnemers vanwege gemiste indexatie onder het FTK. De jongere deelnemers gaan erop vooruit. Hogere evenwichtsinflatie is slecht voor alle deelnemers. Er lijkt geen sprake te zijn van een sterk interactie-effect met de dekkingsgraad.

Uit figuur 9 blijkt wel dat de maximale uitslag van de transitie-indicatoren sterk afhankelijk is van de dekkingsgraad op het moment van invaren. Vooral als de transitie plaatsvindt bij een hogere dekkingsgraad hebben de oudere deelnemers een groter voordeel bij de Wtp en zouden de jongere deelnemers beter af zijn in het FTK. De onzekerheid van de verdelingseffecten wordt verder vergroot door de onzekerheid rondom de inflatie.

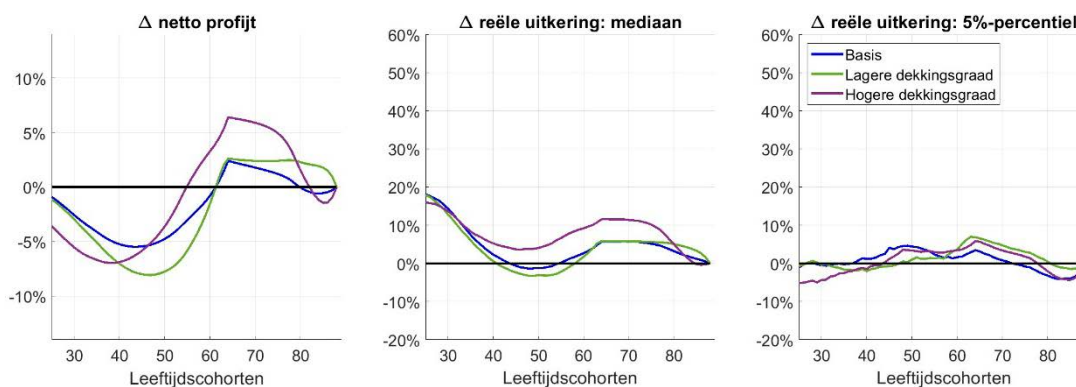
Samengevat laten de berekeningen in deze sectie zien dat de effecten op de drie transitie-indicatoren mede afhankelijk zijn van de startdekkingsgraad, zoals die geldt op de datum van invaren. In het algemeen veranderen de globale patronen van de verdelingseffecten niet. Wel worden de effecten meestal uitvergroot bij een hogere dekkingsgraad en gedempt bij een lagere dekkingsgraad. Qua omvang zijn de effecten minder uitgesproken dan bij de veranderingen in het inflatieproces zelf, zoals berekend in de vorige sectie.

**Figuur 9.** Transitie-indicatoren voor verschillende dekkinggraden voor de basisvariant (boven), 1 procentpunt hogere startwaarde van inflatie (midden) en 1 procentpunt hogere langetermijn-evenwichtswaarde van inflatie (onder)

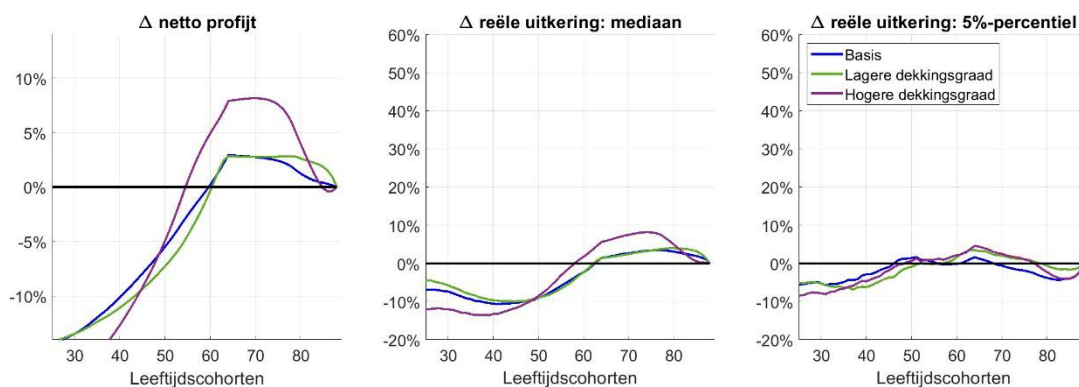
**Basisvariant**



**1 procentpunt hogere startwaarde van inflatie**



**1 procentpunt hogere langetermijn-evenwichtswaarde van inflatie**



blauw = basisscenario, groen = lagere dekkingsgraad, paars = hogere dekkingsgraad

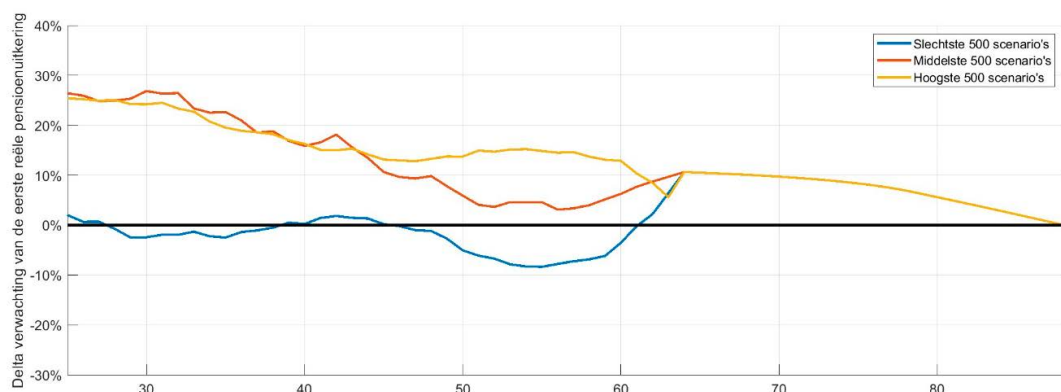
## 6. De werkelijke transitie en het eerste UPO

Ons fictieve pensioenfonds maakt op 1 januari 2028 de overstap naar het nieuwe pensioenstelsel. Wij nemen aan dat gepensioneerde deelnemers dan ook hun eerste pensioenoverzicht (UPO) ontvangen onder het nieuwe stelsel, waarbij ook een vergelijking wordt gemaakt met hun vorige uitkering. Deze vergelijking is uiteraard niet helemaal zuiver, want ook onder het oude FTK zou de pensioenuitkering op 1 januari door indexatie worden aangepast aan de economische omstandigheden. Het communicatieplan moet echter ook informatie bevatten over de pensioenuitkering met en zonder wijzigingen. Deze bedragen zijn wel vergelijkbaar.

Nog niet gepensioneerde deelnemers ontvangen een overzicht met het verwachte pensioen in de drie scenario's (gecorrigeerd voor de prijsontwikkeling). Dit vergelijken wij in onze analyse met het verwachte pensioen in dezelfde scenario's onder het FTK. Het communicatieplan van pensioenfondsen moet in ieder geval informatie bevatten over de pensioenverwachtingen met en zonder overgang naar de Wtp. Anders dan in de voorgaande berekeningen zijn de hierbij voorgeschreven drie scenario's (p5, mediaan, p95) niet noodzakelijk identiek, dit vanwege verschillen in kansverdelingen van de uitkomsten. Met andere woorden, het 5de percentiel in het FTK kan gedreven zijn door andere economische factoren dan het 5de percentiel in de Wtp.

Figuur 10 toont het verschil in reële waarde (in lijn met het UPO) van de eerste pensioenuitkering onder de Wtp en het FTK. Voor deze analyse hebben we 10.000 scenario's doorgerekend om voor elk cohort de eerste pensioenuitkering onder het FTK te bepalen. Deze scenario's hebben we gesorteerd naar hoogte van die eerste uitkering onder het FTK. Daarna hebben we per scenario het verschil bepaald tussen de uitkering onder de Wtp en het FTK. Figuur 10 toont in blauw het gemiddelde verschil voor de 500 scenario's met de laagste uitkering onder het FTK, in rood het gemiddelde verschil voor de middelste 500 scenario's onder het FTK en ten slotte in geel het gemiddelde verschil voor de 500 hoogste scenario's.

**Figuur 10.** Verschil eerste pensioenuitkering tussen de Wtp en het FTK, onder de basisvariant naar leeftijd



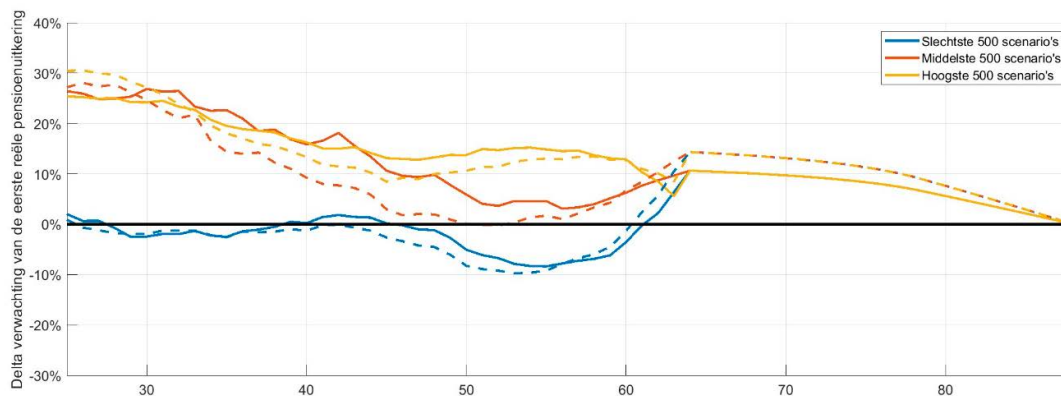


Onder de basisvariant gaan gepensioneerden er altijd op vooruit, omdat er wordt ingevaren met een dekingsgraad van meer dan 100 procent - 117 procent om precies te zijn. Hierdoor is hun eerste uitkering altijd hoger dan onder het FTK waarbij hun uitkering slechts langzaam zou stijgen door (mogelijke) inflatie. In zowel de middelste als hoogste scenario's van het FTK zien wij een vooruitgang onder de Wtp. Dit komt door het loslaten van het genoeg-is-genoege-principe. In de slechtste 500 scenario's gaan deelnemers tussen de 50 en 60 jaar erop achteruit ten opzichte van het FTK. Dit komt door de spreiding van schokken in het FTK en het missen van toekomstige pensioenopbouw door afschaffing van de doorsneesystematiek.

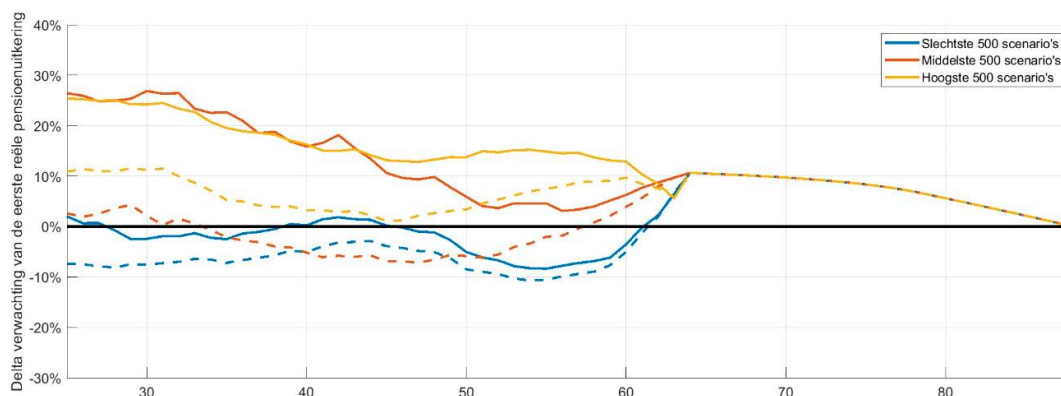
Figuur 11 toont het effect van een hogere startwaarde van inflatie op het verschil in eerste pensioenuitkering ten opzichte van de basisvariant. Zoals in de voorgaande analyses al bleek, leidt een hogere startwaarde van inflatie tot een lichte stijging van de rente, wat de dekingsgraad verbetert met een positief effect op de eerste uitkering van gepensioneerden als gevolg.

**Figuur 11.** Verschil eerste pensioenuitkering tussen Wtp en FTK, voor hogere initiële inflatie (boven) en hogere evenwichtsinflatie (onder), beide in afwijking van de basisvariant. Basisvariant in doorgetrokken lijn, varianten in onderbroken lijn.

**1 procentpunt hogere startwaarde van inflatie**



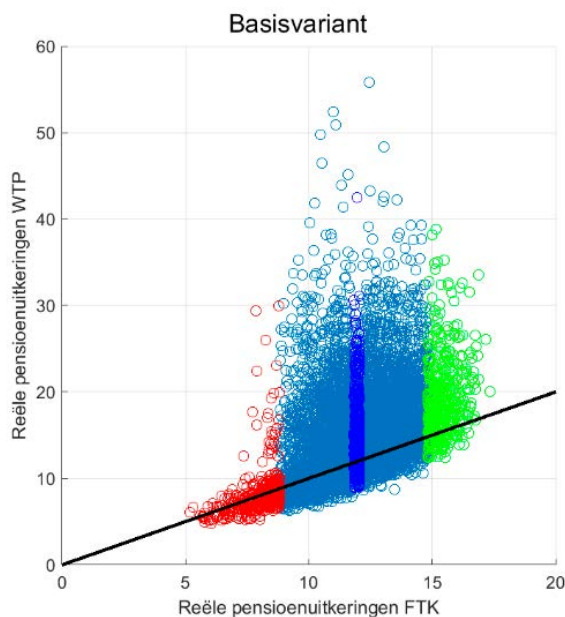
**1 procentpunt hogere langetermijn-evenwichtswaarde van inflatie**



Een hogere langetermijn-evenwichtswaarde van inflatie heeft geen direct effect op de rentetermijncurve en dus ook niet op de dekkingsgraad. De gepensioneerden krijgen dan ook exact dezelfde uitkering onder de Wtp als onder het FTK. De hogere inflatie erodeert wel de reële uitkering van nog actieve generaties – vergeleken met de basisvariant – aangezien hun eerste uitkering verder in de toekomst ligt. In de slechtste 500 scenario's blijft het verschil tussen FTK en Wtp beperkt, aangezien onder het FTK geen indexatie zou worden toegekend en bij de Wtp de pensioenen niet kunnen worden verhoogd door tegenvallende beleggingsrendementen.

Figuur 12 toont de correlatie van 10.000 scenario's van de eerste uitkering onder Wtp en onder FTK van een hypothetische 25-jarige. De horizontale as geeft de hypothetische eerstvolgende pensioenuitkering in het FTK weer. De verticale as toont de eerste pensioenuitkering na transitie onder de Wtp. Op het eerste gezicht lijkt er een redelijk sterke correlatie, maar nadere analyse geeft een genuanceerder beeld. In figuur 12 zijn de laagste 500 uitkeringen onder het FTK in rood aangegeven, de middelste 500 donkerblauw en de hoogste 500 groen. We zien een verband tussen de hoogte van de uitkeringen in beide contracten omdat daar dezelfde economische omstandigheden aan ten grondslag liggen (correlatie: 34 procent). Dit verband is sterker in de slechtste 500 scenario's (rood) met een correlatie van 80 procent. In de middelste en hoogste 500 scenario's is de correlatie zwakker (respectievelijk 4 en 17 procent). Een verklaring voor de zwakke correlatie voor de middengroep en

**Figuur 12.** Correlatie tussen de eerste uitkering van een huidige 25-jarige deelnemer onder het FTK (horizontale as) en de Wtp (verticale as)



rood = laagste 500 in het FTK,  
 donkerblauw = middelste 500 in het FTK,  
 groen = hoogste 500 in het FTK,  
 lichtblauw = resterende uitkeringen

hoge groep is dat pensioenen onder het FTK maximaal met de inflatie worden verhoogd. Onder de Wtp bewegen pensioenen veel sterker mee met positieve economische ontwikkelingen. In de slechtweersscenario's zou de pensioenuitkering zowel onder het FTK als onder de Wtp laag zijn; bij slechte beleggingsresultaten wordt niet geïndexeerd onder het FTK en pensioen worden niet verhoogd onder de Wtp.

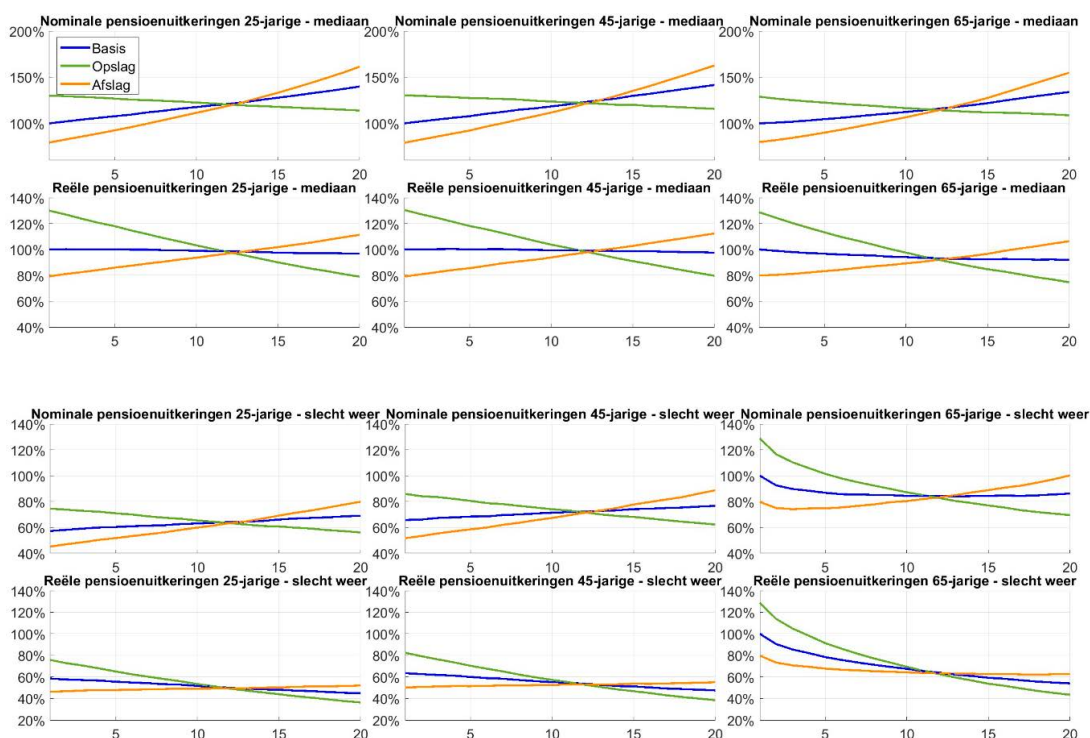
Samengevat blijken ook de uitkomsten voor het eerste UPO na overgang naar de Wtp gevoelig voor de inflatieuitkomsten. Een hogere startwaarde van de inflatie leidt – via het rente-effect op de dekkingsgraad – tot een verschuiving tussen gepensioneerden en actieven; de gepensioneerden profiteren van extra indexatie, waardoor er minder overblijft voor de actieven. Bij een langetermijnschok in de inflatie blijven de gepensioneerden buiten schot, maar kunnen de actieven er door uitholling van hun pensioen flink op achteruitgaan in vergelijking met het basisscenario. Dit geldt vooral voor de jongsten en bij de hoge scenario's. De correlatie tussen de uitkomsten onder Wtp en FTK laat zien dat er met name in de midden- en hoge scenario's flinke verschillen in uitkomsten op het UPO kunnen ontstaan.

## 7. Projectierendement en inflatie

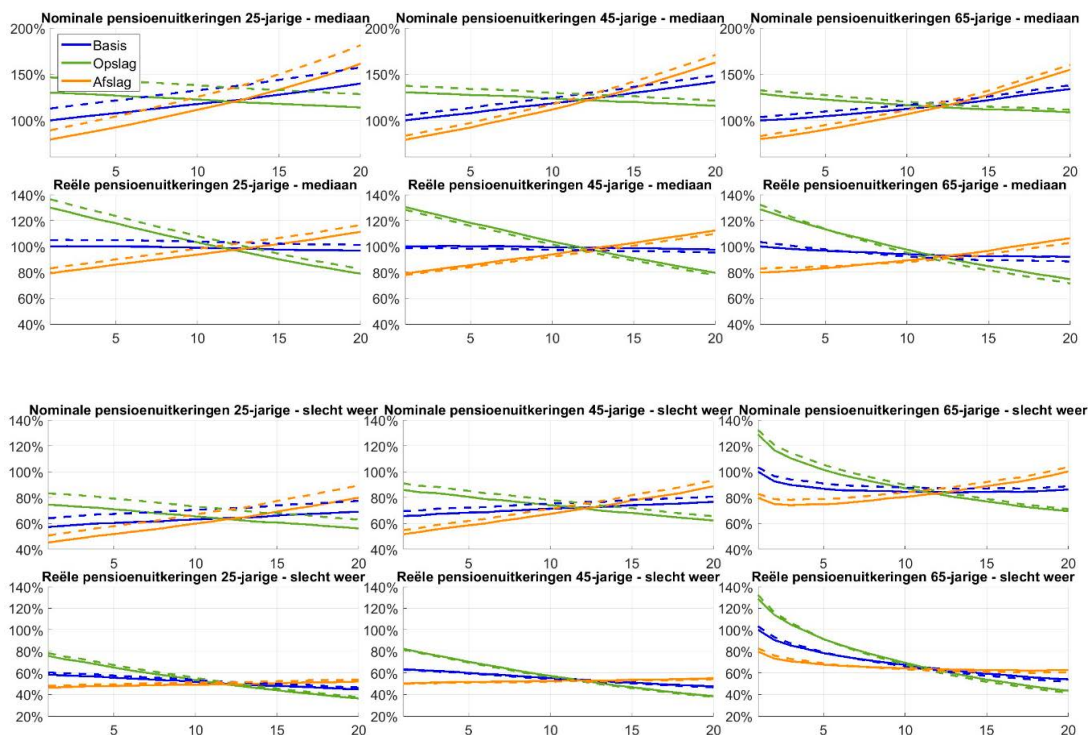
De analyses in de vorige secties tonen aan dat zelfs relatief kleine, realistische inflatieschokken substantiële effecten kunnen hebben op de transitie-indicatoren en op die manier de transitiedoelstellingen in gevaar kunnen brengen. Dit roept de vraag op of pensioenfondsen op deze onzekerheden kunnen anticiperen en in hoeverre projectierendementen kunnen helpen, zonder dat hierbij het belang op langere termijn uit het oog wordt verloren. Tot besluit van onze analyse kijken wij in hoeverre een opslag of een afslag op de risicovrije rentetermijnstructuur (RTS) binnen de Wtp (dus geen vergelijking met FTK) invloed heeft op de nominale en reële pensioenuitkeringen in de mediaan en bij het slechtweersscenario (laagste 5de percentiel).

Figuur 13 geeft in het blauw het verloop van de nominale uitkeringen (eerste en derde rij) en reële uitkeringen (tweede en vierde rij) binnen de Wtp wanneer deze zijn gebaseerd op de risicovrije rentetermijnstructuur. De linker kolom is voor een nu 25-jarige deelnemer, de middelste kolom voor een 45-jarige deelnemer en de rechter kolom voor een bijna gepensioneerde 65-jarige. De eerste uitkering is altijd gestandaardiseerd op 100 procent om vergelijkingen tussen projectierendementen en tussen generaties te faciliteren. Zoals verwacht stijgen de mediane nominale pensioenuitkeringen vanwege de overrendementen (boven de risicovrije rente) in de beleggingsportefeuille. Die risicopremie is in de mediaan ongeveer

**Figuur 13.** Nominale en reële pensioenuitkeringen in de basisvariant voor een 25-jarige (links), 45-jarige (midden) en 65-jarige (rechts) voor verschillende projectierendementen en scenario's



**Figuur 14.** Nominale en reële pensioenuitkeringen met een 1 procentpunt hogere startwaarde van inflatie bij transitie voor een 25-jarige (links), 45-jarige (midden) en 65-jarige (rechts) voor verschillende projectierendementen en scenario's.



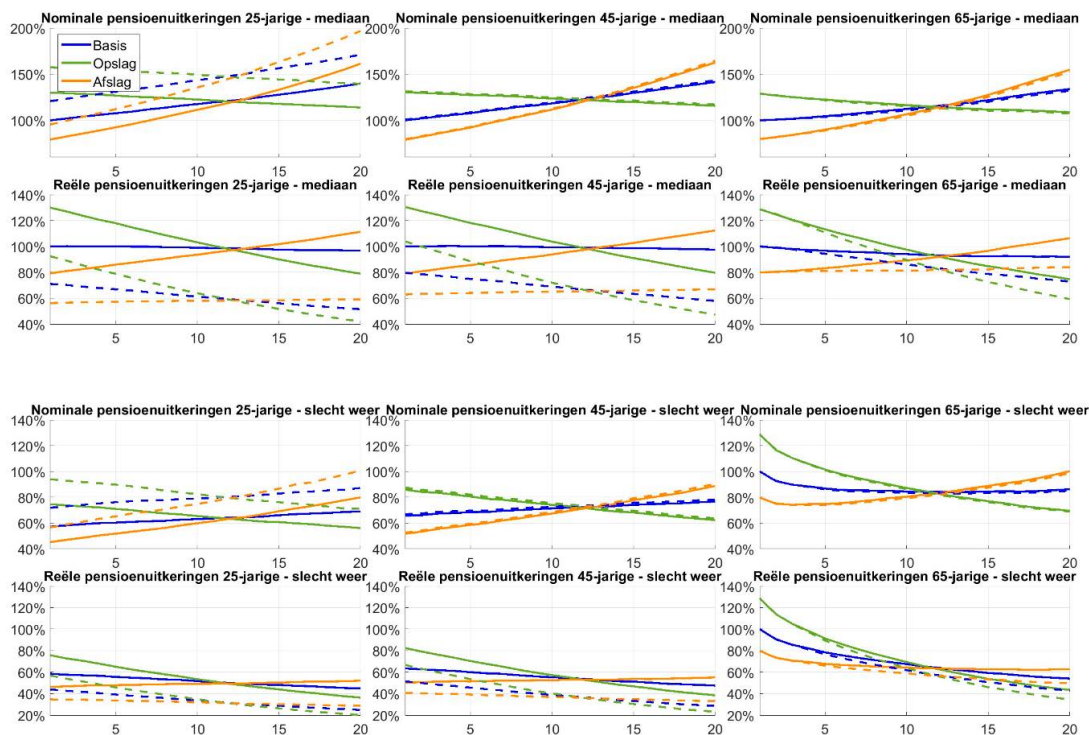
doorgetrokken lijn: basisscenario  
 ----- stippellijn: alternatief scenario

gelijk aan de inflatie, waardoor de uitkeringen praktisch waardevast zijn. In de slechtweersscenario's is de stijging van de nominale uitkering voor nog actieve deelnemers lager dan de inflatie; voor de 65-jarige deelnemer daalt de pensioenuitkering zelfs.

Als alternatief voor het projectierendement kan worden gekozen voor bijvoorbeeld het verwachte rendement via een opslag (groene lijnen) en de rentetermijnstructuur minus een afslag ter grootte van de inflatieverwachting (oranje lijnen). De effecten zijn zoals verwacht: een hoger projectierendement leidt op korte termijn tot een hogere uitkering. Er wordt in de mediaan echter te veel uitgekeerd, waardoor zelfs de nominale uitkering daalt. In het slechtweersscenario is deze daling nog sterker. Een conservatiever projectierendement zoals de rentetermijnstructuur minus de inflatieverwachting leidt tot een lagere eerste pensioenuitkering, maar die uitkering blijkt zelfs in het slechtweersscenario waardevast.

Voor de groep huidige gepensioneerden geldt dat zij onder de Wtp in alle scenario's een hogere eerste uitkering hebben en daardoor daarna een minder stijgende pensioenuitkering (stippellijn in figuur 14). Dit komt omdat initieel een hoger projectierendement geldt dan onder het basisscenario en die zorgt voor een hogere eerste uitkering en een lagere uitkering in de toekomst. Bij 25-jarigen stijgen de uitkeringen in niveau, doordat de potjes bij invaren groter zijn vanwege een hogere dekkingsgraad dankzij de rentestijging.

**Figuur 15.** Nominale en reële pensioenuitkeringen met een 1 procentpunt hogere langetermijn-evenwichtsinflatie voor een 25-jarige (links), 45-jarige (midden) en 65-jarige (rechts) voor verschillende projectierendementen en scenario's.



doorgetrokken lijn: basisscenario  
 ----- stippellijn: alternatief scenario

Een hogere evenwichtsinflatie geeft in reële termen voor alle leeftijden een verslechtering in de pensioenuitkeringen (stippellijn in figuur 15). In nominale termen is alleen bij de 25-jarigen een noemenswaardig effect zichtbaar, in lijn met de effecten bij een hogere startrente en startinflatie. Er vindt dus geen compensatie plaats voor de hogere inflatie in de vorm van hogere nominale pensioenen.

In deze laatste exercitie zijn we nagegaan of de onzekerheid in de pensioenuitkeringen kan worden beperkt door een andere keuze van het projectierendement. Zoals te verwachten werkt de keuze van het projectierendement wel door in de pensioenuitkomsten bij aanvang van het pensioen, maar verandert er weinig in de gevoeligheid voor de inflatie-uitkomsten. De keuze van projectrendement lijkt daarom weinig te helpen om de onzekerheid van de inflatie-effecten te verminderen.

## 8. Conclusie

Na een lange aanloop is in 2023 de nieuwe Wet toekomst pensioenen aangenomen. Een koopkrachtig pensioen en daarmee bescherming tegen inflatie(risico's) is één van de hoofd-doelstellingen van de nieuwe wet. Veel onderzoek is al gedaan naar mogelijkheden om binnen het nieuwe stelsel de pensioenen te versterken via meer reële sturing en verbeterde risicoverdeling met meer uitzicht op behoud van koopkrachtig (zie voor een overzicht Van Gastel e.a. 2022 en 2024). Er is echter veel minder bekend over inflatierisico's op korte termijn gedurende de overgang naar het nieuwe stelsel. In dit paper hebben wij gekeken in hoeverre inflatieschokken een bedreiging kunnen vormen voor een succesvolle transitie binnen de transitiedoelstellingen die pensioenfondsen moeten opstellen. Ook hebben we gekeken naar mogelijke risico's direct na transitie die het draagvlak onder het nieuwe stelsel potentieel ondermijnen.

De transitie naar het nieuwe pensioenstelsel biedt een kans om het pensioenstelsel toekomstbestendig en koopkrachtgerichter te maken. Tegelijkertijd toont dit onderzoek aan dat inflatieonzekerheid – zeker in een context van geopolitieke spanningen, protectionisme en beperkte monetaire manoeuvreerruimte – een wezenlijke bedreiging vormt voor het vertrouwen in die transitie. Zelfs relatief kleine schokken in initiële of verwachte inflatie kunnen leiden tot aanzienlijke verschillen in uitkomsten tussen generaties en kunnen het nettoprofijs onder druk zetten.

Voor pensioenfondsen kunnen de onzekerheden rond inflatie een belangrijke verstoringende factor zijn gedurende het transitieproces. Door de grotere onzekerheid boeten de standaard stochastische modellen aan voorspelkracht in. Pensioenfondsen en toezichthouders zouden structureel moeten toetsen of de transitiedoelstellingen robuust blijven onder alternatieve inflatieveronderstellingen, waaronder hardnekkige inflatie of trage convergentie naar evenwicht. Dit vraagt om een bredere toepassing van gevoeligheidsanalyses in het transitieplan met ook bijzondere aandacht voor onzekerheden in de inflatie op kortere en langere termijn. Daarnaast is het belangrijk om een expliciete strategie te bepalen voor het geval de transitie-indicatoren (nettoprofijs, pensioenuitkomst en de spreiding ervan) buiten bandbreedtes dreigen te vallen. In dat ongelukkige geval heeft het pensioenfonds bij het invaren wel enkele instrumenten ter beschikking om bij te sturen, bijvoorbeeld door meer of minder geld te reserveren voor de solidariteits- of risicodelingsreserve. Ook bestaat er bestuurlijke ruimte om binnen de omrekenmethode met vermogens te schuiven tussen de persoonlijke pensioenvermogens. En voor zover een verandering optreedt in de effecten van de afschaffing van doorsneesystematiek kan ook het compensatie-instrument worden ingezet. De reikwijdte van deze instrumenten is niet onbeperkt. Het is raadzaam om gedurende het transitieproces enige voorzichtigheidsmarge in te bouwen, zeker ook in de communicatie met de deelnemers. Een heldere en open communicatie aan deelnemers,

zodat pensioenverwachtingen begrijpelijk en navolgbaar blijven, is een essentiële randvoorwaarde voor vertrouwen in het nieuwe stelsel en de overgang daarnaartoe.



## Literatuur

- Chahad, M., Hofmann-Drahonsky, A., Martínez Hernández, C. en Page, A. (2024). An update on the accuracy of recent Eurosystem/ECB staff projections for short-term inflation, *Economic Bulletin 2/2024*, European Central Bank.
- DNB (2022). *Transitie-effecten*, update van DNB-analyse augustus 2022, download via [https://www.eerstekamer.nl/overig/20221223/transitie\\_effecten\\_update\\_van\\_dnb](https://www.eerstekamer.nl/overig/20221223/transitie_effecten_update_van_dnb)
- DNB (2023). *Financial Stability Report*, autumn 2023, downloadable via <https://www.dnb.nl/en/publications/publications-dnb/fsr/financial-stability-report-autumn-2023/>
- ECB (2022). *Monetary policy and the Great Volatility*, speech by Isabel Schnabel, 27 August 2022.
- ECB (2023). How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressures? *ECB Economic Bulletin 4/2023*, European Central Bank.
- van Gastel, R., Kortleve, N., Schotman, P. en Nijman, T. (2022). *Beheersen van inflatierisico in het nieuwe Pensioencontract*, Netspar Design Paper 205.
- van Gastel, R., Kortleve, N., Schotman, P. en Nijman, T. (2024). *Reële keuzes in het nieuwe pensioencontract*, Netspar Design Paper 243.
- Hernández de Cos, P. (2025). *Lessons for the European Central Bank from the 2021-2023 inflationary episode*, Working Paper 05/2025, Bruegel.
- IMF (2023), *Europe's Balancing Act: Taming Inflation without a Recession*, Regional Economic Outlook.
- Pensioenfederatie (2024), *Op koers voor het nieuwe pensioenstelsel*, download via <https://pensioenfederatie.nl/wp-content/uploads/2025/06/Input-Pensioenfederatie-voor-Debat-over-de-stand-van-zaken-van-de-Wet-Toekomst-Pensioenen-op-17-januari-2024.pdf>
- Staeher, K. en Olegs, T. (2025). The euro at 25: how demand, supply and policy shocks contributed to inflation in the euro area countries, *Journal of Applied Economics*, 28, 1-28.



Network for Studies on  
Pensions, Aging and Retirement

---

Dit is een publicatie van Netspar  
Februari 2026

T +31 13 466 2109  
E [info@netspar.nl](mailto:info@netspar.nl)

[netspar.nl](https://www.netspar.nl)