



## Rekenrente: welke kant gaat het op?

door Hans Tiemersma<sup>1</sup> | senior rekenkundig expert  
en gerechtelijk deskundige bij Sedgwick<sup>1</sup>

**De rekenrente<sup>2</sup> levert dikwijls discussie op. Deze wordt momenteel door de lage (spaar)rente veroorzaakt. Historisch gezien is deze uitermate laag. De kapitaalmarktrente voor 10-jarige staatsleningen is momenteel zelfs negatief. De lage rente is een uitvloeisel van de kredietcrisis in de periode 2008-2015 en recenter de coronapandemie. Om het vertrouwen in banken te herstellen en de economie draaiende te houden, zijn centrale banken de rente gaan verlagen. Hierdoor daalde ook de spaarrente.**

Versterkend werkt dat de wereldwijde economieën uiterst liquide zijn. Institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, grote bedrijven en particulieren leggen veel geld opzij. In de westerse economieën speelt bij pensioenfondsen en particulieren de vergrijzing een grote rol. Belangrijke oorzaak voor de lage

rente is het beleid van de Europese Centrale Bank (ECB). Om de economie te stimuleren is de ECB obligaties gaan kopen, waardoor er nog meer geld in omloop komt. Velen hebben het op school geleerd: waar het aanbod (geld) stijgt, daalt de prijs (rente).

### Historie

Het is de moeite waard om naar het verleden te kijken. Historische cijfers over de inflatie zijn vanaf 1900 bij het CBS beschikbaar. Cijfers over de kapitaalmarktrente zijn schaarser en pas vanaf 1956 bij het CBS beschikbaar. ▲

In grafiek 1 wordt de ontwikkeling van rente en inflatie getoond. De inflatie wordt gekenmerkt door de hoge prijsstijgingen tijdens de oliecrisis in de jaren zeventig, maar is vanaf de jaren tachtig – met enkele uitschieters – stabiel te noemen. Gemiddeld bedroeg de inflatie 3,3 procent. De rente bereikte een piek rond 1982, waarna sprake is van een dalende tendens, die doorzet sinds de kredietcrisis in 2009 zijn sporen trok. De rente daalde toen structureel onder de 4 procent. Gemiddeld over de periode 1956-2020 bedroeg de rente 5,6 procent, maar over de periode 2010-2020 was deze slechts 1,4 procent. Ondanks deze scherpe daling ligt de rente over een periode van 65 jaar met 5,6 procent momenteel nog steeds in de buurt van de lange tijd gehanteerde standaard van 6,0 procent.

kan op redelijk korte termijn weer een opgaande tendens gaan vertonen; lager kan nauwelijks. Of zoals een bankier onlangs zei: 'the only way is up'.

## Evenwichtsrente

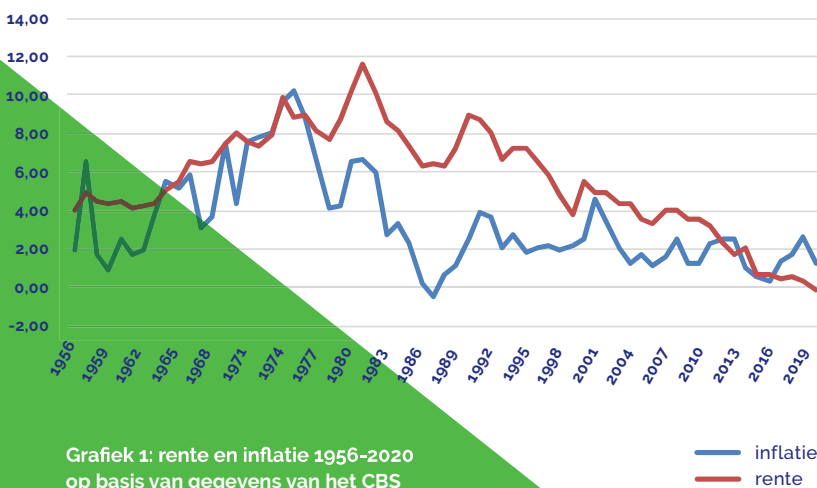
Voor het ontwikkelen van een toekomstvisie is het begrip evenwichtsrente van belang. Op korte en middellange termijn kan de rente uiteraard afwijken – zoals we momenteel zien – maar op lange termijn zal er sprake zijn van een evenwicht. De Golden Rule of Accumulation<sup>3</sup> (verder: golden rule) geeft een goede indicatie van de evenwichtsrente. In het groeimodel van de golden rule houdt een spaarquote van 100 procent in dat alle inkomsten naar investeringskapitaal gaan, wat een consumptieniveau van

te dan voorheen. Dat komt door de globalisering en het reeds genoemde grote aanbod van kapitaal door pensioenfondsen (vergrijzing), grote bedrijven en particulieren. Maar de momentele situatie met negatieve rekenrente duidt op een instabiliteit die op termijn naar verwachting weer verdwijnen zal. Samenvattend: de golden rule gaat uit van een gemiddeld gezonde economie waarin sparen loont, waardoor de voor groei noodzakelijke investeringen mogelijk blijven.

## Actuele situatie

Het momenteel vaak aangehaalde vonnis van de rechtbank Den Haag van 13 mei 2020<sup>5</sup> komt uit op een gemiddelde rekenrente van minus 0,4 procent over een toekomstige looptijd van veertig jaar. De gemiddelde rekenrente volgens de rechtbank Den Haag valt daarmee fors lager uit dan de gemiddelde rekenrente over de periode 1956-2020 die 2,3 procent bedraagt (zie grafiek 1). Dat is een extreem groot verschil, vooral omdat in het gemiddelde over 1956-2020 de lage rekenrente van de laatste tien jaar reeds is opgenomen. Naar verwachting van econometristen zal de rekenrente in de toekomst weliswaar lager uitvallen dan het gemiddelde over de periode 1956-2020, maar een negatieve rekenrente (zoals rechtbank Den Haag suggereert) over een lange periode van veertig jaar is onwaarschijnlijk. Toen er in de jaren zeventig een negatieve rente was, duurde die maar vijf jaar.

Rente en inflatie 1956-2020



Grafiek 1: rente en inflatie 1956-2020 op basis van gegevens van het CBS

Opvallend is dat we in de periode van 1971-1976 eveneens een negatieve rekenrente zagen. Ook die periode is voorbijgegaan: van 1977 tot 2017 was immers sprake van een fors hogere positieve rekenrente.

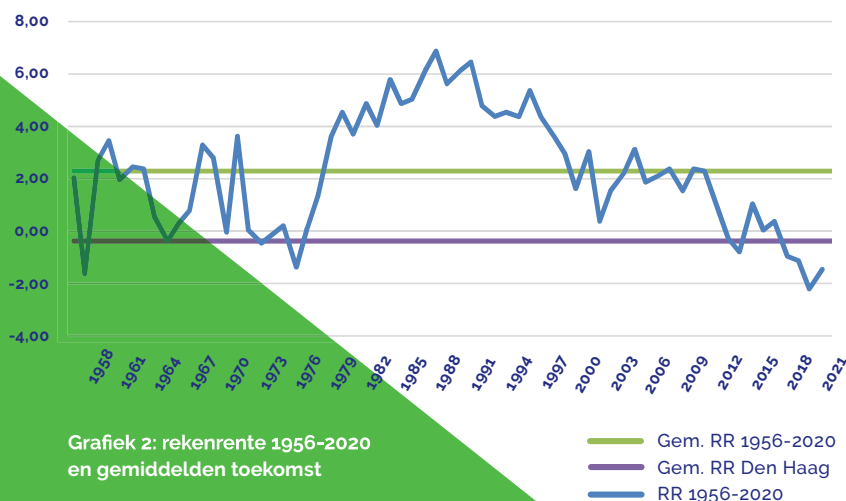
De hamvraag is natuurlijk wat de rekenrente in de toekomst zal gaan doen. Ondanks alle marktinformatie blijft er onzekerheid over het (toekomstige) verloop van de rekenrente. Circa tien jaar geleden werden zaken nog afgewikkeld op basis van 3,0 procent rekenrente. Welke kant zal de rekenrente in de toekomst opgaan? De huidige rentesituatie

0 procent impliceert. Een spaarquote van 0 procent houdt in dat er geen nieuw investeringskapitaal wordt gecreëerd, waardoor de kapitaalvoorraad zonder vervanging afneemt. Beide uitersten maken een stabiele toestand onhoudbaar. Ergens daartussenin bevindt zich het golden rule-niveau van besparingen, waarbij de besparingsbereidheid zodanig is dat de consumptie per hoofd van de bevolking de maximaal mogelijke constante waarde heeft.<sup>4</sup> Zo bezien is er momenteel sprake van een instabiele situatie, die de lage rekenrente veroorzaakt. Econometristen verwachten voor de toekomst een lagere evenwichtsren-

Het lijkt erop dat voorspellers op de voet van de Ultimate Forward Rate (UFR, waarover later meer) beïnvloed zijn door de momenteel gebruikelijke rentestanden en die op de verre toekomst hebben geprojecteerd. Dat laatste blijkt ook uit de onderstaande grafiek, waarin de gemiddelden tegenover elkaar worden gezet. Hier zien we de volgende ontwikkelingen:

- Na een piek in de jaren tachtig daalde de rekenrente in de daaropvolgende veertig jaar langzaam maar gestaag (donkerblauwe lijn).
- Gemiddeld bedroeg de rekenrente over de periode 1956-2020 2,3 procent (groene lijn).

## Rekenrente 1956-2020 rb. Den Haag



- Gemiddeld bedraagt de rekenrente volgens rechtbank Den Haag over een looptijd van veertig jaar minus 0,4 procent (paarse lijn).

Uit de grafiek blijkt dus dat de rekenrente van 'Den Haag' significant lager ligt dan in het verleden. Het is zeer twijfelachtig of de prognose van de rechtbank – een negatieve rekenrente gedurende de komende veertig jaar – zal uitkomen. Waarop de redelijke verwachting op lange termijn van de rechtbank is gebaseerd, wordt uit het vonnis niet duidelijk, maar vermoedelijk speelt de reeds genoemde UFR een belangrijke rol.

Econometristen geven aan dat de rekenrente in de toekomst vermoedelijk lager zal liggen dan in het verleden. De lagere rekenrente wordt vooral veroorzaakt door het ruime aanbod van liquide kapitaal van bedrijven, pensioenfondsen en particulieren. Maar dat dit zal resulteren in een langdurige negatieve rekenrente zoals uit 'Den Haag' blijkt, is niet waarschijnlijk.

### UFR beperkt bruikbaar

Zoals genoemd gaat men op dit moment vaak uit van rekenrenteverwachtingen op basis van de UFR. Die bedraagt momenteel 1,8 procent<sup>6</sup> Hierbij valt op dat diezelfde UFR twintig jaar geleden de huidige lage rentestanden – hoe kan het ook anders – niet heeft voorspeld. Sterker nog: kort geleden, in 2015, was

de UFR zelfs nog 4,2 procent. Moet er daarom nu voor de lange termijn worden uitgegaan van datzelfde instrument, dat duidelijk te veel in de huidige rentestanden is verankerd? Het prospectieve karakter dat aan de UFR wordt toegedicht ontbreekt. De UFR heeft geen voorspellend karakter. De UFR is bedoeld om de pensioenreserves van tienduizenden deelnemers te waarderen en niet als glazen bol om de contante waarde van een individueel letselschadeslachtoffer te bepalen. Zeker bij lange looptijden – en dus een lange beleggingshorizon – is een goed financieel planningsadvies beter bruikbaar. De UFR is maar beperkt geschikt als instrument om de rekenrente in de verre toekomst te bepalen.

Het is onwaarschijnlijk dat pieken zoals we die in het verleden zagen zich in de toekomst niet meer zullen voordoen. Zo zou bijvoorbeeld de grote schuldpositie van de zuidelijke Europese landen de euro al op redelijk korte termijn kunnen destabiliseren, met alle gevolgen van dien. De schulden en begrotingstekorten exploderen wereldwijd volgens NRC van 7 april 2021. Dit kan eveneens een verhogend effect op de rente geven. Het is voor een goede prognose daarom raadzaam meer van wetenschappelijke uitgangspunten uit te gaan en een rekenrente te hanteren die op een evenwichtsrente is gebaseerd. Hiermee worden de pieken (zoals tijdens de oliecrisis) en dalen (zoals tijdens de kredietcrisis) zo goed mogelijk in evenwicht gebracht.

## Educated guess

In december 2020 ben ik begonnen met het schrijven van dit artikel. Toen werd mij door de CBS-cijfers al duidelijk dat de diverse vonnissen met zeer lage rekenrentes onrealistisch waren. Intussen schrijven we april 2021. Het Financieele Dagblad meldde onlangs: 'Rentes lopen verder op, ECB is niet in paniek' en 'Oplopende rente zorgt voor uitverkoop op Amerikaanse beurzen'. Moet ik een antwoord geven op de vraag in de titel van dit artikel, dan zeg ik met de eerder aangehaalde bankier: 'the only way is up'. Dat lijkt verdacht veel op een uitspraak van het orakel van Delphi en lijkt een handzaam antwoord, maar het is praktisch onbruikbaar. Waar we behoefte aan hebben, zijn deskundigen. Econometristen en financieel planners (buiten de kring van geijkte letselschaderekenaars) kunnen helpen een onderbouwde (wetenschappelijke) visie te ontwikkelen. We dienen ervoor te waken dat fluctuerende economische omstandigheden voortdurend discussie over de rekenrente oproepen. Daar zijn alle partijen mee gebaat. Een rekenrente op basis van 3,0 procent (zoals lange tijd werd gehanteerd) is momenteel niet realistisch. De gemiddelde rekenrente over de periode 1956-2020 was 2,3 procent, waarbij in aanmerking moet worden genomen dat in dit percentage reeds twee periodes met negatieve rekenrente (1971-1976 en 2017-2020) zijn opgenomen. Zou ik op basis van bovenstaande een 'educated guess' moeten geven van de ontwikkeling van rekenrente, dan laat ik de volgende aspecten meewegen:

- Gemiddeld bedroeg de rekenrente over de periode 1956-2020 2,3 procent.
- De rekenrente zal in de toekomst naar verwachting lager uitvallen dan voorheen.
- Volgens de golden rule tendeeert een gezonde economie naar een positieve rekenrente.

Aldus gewogen is op lange termijn een rekenrente te verwachten van 1 à 2 procent.

