

HET VASTSTELLEN VAN DE REKENRENTE EN INFLATIE IN PERSONENSCHADEZAKEN

Professor dr. Lex Hoogduin¹

Lex Hoogduin B.V.

Februari 2023

Inleiding

Het Verbond van Verzekeraars heeft mij verzocht om mij te verdiepen in de vaststelling van de rekenrente en inflatie in personenschadezaken. In dat kader nam ik kennis van de door het (LOVCK) Landelijk Overleg Vakinhoud Civiel en Kanton en het LOVCH (Landelijk Overleg Vakinhoud Civiele Hoven) en de Expertgroep Personenschade van de Rechtspraak gepubliceerde ‘Aanbevelingen rekenrente in personenschadezaken’ uit maart 2022.

Bij het vervaardigen van personenschadeberekeningen wordt niet alleen de schade die al is geleden vastgesteld, maar ook de schade die een slachtoffer in de toekomst nog zal lijden. Deze toekomstige schade wordt gekapitaliseerd zodat een schadevergoeding in één som mogelijk is. Door middel van de rente en inflatie wordt de toekomstige schade herrekend naar een bedrag op dit moment.

Ik begrijp dat daarbij als uitgangspunt geldt dat het slachtoffer zoveel mogelijk zekerheid krijgt over de te ontvangen opbrengsten van het kapitaal, omdat het niet redelijk wordt geacht om te verwachten dat een slachtoffer bij het beleggen van het vermogen waarop hij voor zijn levensonderhoud (grotendeels) is aangewezen risico's neemt.² Het slachtoffer moet zo zeker mogelijk zijn dat de verstrekte schadevergoeding toereikend is om de daadwerkelijk geleden schade te kunnen compenseren. Daarom wordt uitgegaan van een (zeer) defensieve belegging en wordt – in aansluiting daarop – aanbevolen om bij het vaststellen van de rekenrente uit te gaan van risicovrije rentes.³

In dit artikel bespreek ik de in dit kader door de Rechtspraak gehanteerde systematiek en zie ik deze vanuit het vakgebied van de economie. Ik zal in dat kader onder meer stilstaan bij de economische theorie over de renteontwikkeling, en de ‘Golden rule of accumulation’ in het bijzonder. Vervolgens geef ik mede aan de hand daarvan commentaar op een aantal aspecten van de in de ‘Aanbevelingen rekenrente in personenschadezaken’ gekozen benadering. Er worden 6 aanbevelingen gedaan om de gehanteerde systematiek te verbeteren. Ik zal daarbij in eerste instantie uitgaan van het hierboven genoemde uitgangspunt dat een slachtoffer zoveel mogelijk zekerheid dient te worden geboden. Ik kom daar aan het einde van dit artikel op terug.

De gehanteerde indeling in termijnen

De Rechtbank maakt bij de bepaling van de toepasselijke rekenrente(s) een onderscheid in drie periodes: de eerste vijf jaar (korte termijn), de periode van vijf tot twintig jaar

¹ Dit artikel is gebaseerd op advieswerk dat werd verricht in opdracht van het Verbond van Verzekeraars.

² Aanbeveling 3 en Toelichting op pagina 2 van de Aanbevelingen rekenrente in personenschadezaken.

³ Idem. Zie ook par. 5 conceptrichtlijn rekenrente van de Letselschade Raad uit 2019.

(middellange termijn) en de periode van meer dan twintig jaar (lange termijn).⁴ Er valt echter veel voor te zeggen om niet drie, maar twee termijnen te hanteren: een termijn waarover voldoende goede marktinformatie voor de bepaling van de risicovrije rente beschikbaar is en de termijn waarover geen of onvoldoende betrouwbare marktinformatie beschikbaar is. Vanuit het doel om het kapitaal toereikend te laten zijn om de geschatte schade te compenseren, is deze indeling aantrekkelijk. Aangenomen mag worden dat over de periode waarover goede marktinformatie beschikbaar is, ook daadwerkelijk risicovrij kan worden belegd tegen de nu geldende marktrentes tot aan het einde van die periode. Voor looptijden voorbij die periode is dat niet het geval. De periode waarover voldoende marktinformatie beschikbaar is wordt door de Commissie Parameters 2022 gesteld op vijftig jaar. Dat zou hier kunnen worden gevolgd en is te verkiezen boven de tamelijk willekeurige indeling in drie perioden uit de richtlijn.

→ Aanbeveling 1: kies voor een indeling in twee perioden: de termijn waarover voldoende marktinformatie beschikbaar is, zijnde de eerste 50 jaar, en de periode daarna.

Bepaling van de inflatie

Het streven naar prijsstabiliteit

Vervolgens is de vraag op basis waarvan de te hanteren inflatie- en rentecijfers bepaald worden. Wanneer het gaat om de inflatie, kan worden aangesloten bij de verwachtingen van de Europese Centrale Bank (ECB). De ECB heeft als taak om de prijsstabiliteit in de Eurolanden te handhaven en doet dat door te streven naar een inflatiepercentage van 2% op de middellange termijn, waarbij het begrip middellange termijn niet door de ECB is gedefinieerd. De Aanbevelingen van de Rechtspraak hanteren daarom zowel voor de periode vanaf vijf tot twintig jaar als voor de periode vanaf 20 jaar een inflatiecijfer van 2%. Die benadering is naar mijn idee juist.

De korte termijn

Voor de eerste vijf jaar ligt dat anders. In de Aanbevelingen van de Rechtspraak wordt uitgegaan van de verwachtingen van het CPB ten aanzien van de consumentenprijzen, afgerond op halve percentages, onder de aanname dat die inflatie op de korte termijn redelijk te voorspellen zou zijn.⁵ De veronderstelling dat de inflatie op een termijn van vijf jaar goed is te voorspellen, klopt niet met de realiteit van de afgelopen tien jaar. De ECB maakte in die periode systematische voorspelfouten. Lang overschatte de ECB de inflatie, totdat deze in de loop van 2021 begon op te lopen. In de periode 2014-2021 is de consumentenprijsinflatie relatief stabiel geweest, ruim onder 2%. Dit is vanaf 2021, toen het herstel van de coronacrisis doorzette, echter vrij plotseling en fors veranderd. Sindsdien is de voorspelling van de ECB steeds fors te laag gebleken. Op dit moment kent Nederland de hoogste inflatie van de afgelopen veertig jaar. De vijfjaarverwachting van het CPB is daarmee achterhaald en sluit niet meer aan op de daadwerkelijke inflatiecijfers en -verwachtingen voor de korte termijn. Het is evident dat op dit moment een inflatie van 2% per jaar voor de komende vijf jaar, zoals in de Aanbevelingen van de Rechtspraak nog wordt voorgeschreven, moet worden herzien. Zolang een nieuwe CPB- raming nog niet beschikbaar is, geven de

⁴ Aanbevelingen Rechtspraak, p.2 onder punt 4. De Rechtspraak volgt daarmee de conceptrichtlijn van de Letselschade Raad die ook een onderverdeling in dezelfde drie termijnen hanteerde.

⁵ P. 3; p. 2 Par. 4 Aanbevelingen, eerste bulletpoint.

Aanbevelingen van de Rechtspraak geen handvat om de huidige stijging van de inflatie in de rekenrente te verdisconteren. Ik meen dan ook dat de benadering van de Rechtspraak tekortschiet.

Een betere benadering is naar mijn idee om voor de korte termijn uit te gaan van de Nederlandse inflatie over de afgelopen 12 maanden, exclusief volatiele componenten zoals voedsel en energie (de zogenoemde kerninflatie) en overheidsmaatregelen zoals veranderingen van de BTW en te veronderstellen dat dit – actuele – inflatiecijfer gedurende een overgangperiode geleidelijk naar de door de ECB beoogde prijsstabiliteit zal toegroeien. Ik meen dat het redelijk is om ervan uit te gaan dat deze ingroei binnen een periode van vijf jaar zal plaatsvinden en dat na de eerste vijf jaar dus een inflatiecijfer van 2% kan worden gehanteerd.

Ik merk daarbij op dat mijn voorkeur zou zijn om zowel voor het vaststellen van de verwachte inflatie als bij het vaststellen van de verwachte rendement(en) marktinformatie te gebruiken. Helaas is dergelijke marktinformatie bij mijn weten voor de ontwikkeling van de Nederlandse inflatie niet beschikbaar. Door de ECB worden wel periodieke voorspellingen van professionele marktpartijen verzameld, maar dat is geen echte marktinformatie en betreft de inflatieverwachtingen voor het eurogebied als geheel. De Nederlandse overheid geeft geen obligaties uit waarvan de rente is gekoppeld aan de inflatie, maar andere landen in het eurogebied doen dat wel. Daaruit kunnen verwachtingen over de ontwikkeling van de inflatie in die landen worden afgeleid, maar die kan op jaarbasis behoorlijk afwijken van de ontwikkeling van de Nederlandse inflatie, zelfs voor landen die ook deel uitmaken van het eurogebied. Ook bestaan zogenoemde inflatie-swaps. De prijsvorming daarvan geeft informatie over de in de markt verwachte ontwikkeling van de inflatie, hoewel ook daarbij veronderstellingen moeten worden gemaakt die de becijferingen een onzeker karakter geven. Voor zover ik weet bestaan er echter (geen) liquide inflatie-swaps voor de Nederlandse inflatie. Daarom is mijn conclusie dat vooralsnog simpelheid de voorkeur heeft.

Zoals ik hierboven al aangaf stel ik daarom voor om uit te gaan van een geleidelijke ingroei van het actuele inflatiecijfer naar de door de ECB voorgestane prijsstabiliteit over een periode van vijf jaar, waarbij het actuele inflatiecijfer kan worden ontleend aan de Nederlandse kerninflatie over de afgelopen 12 maanden. Het voordeel van deze benadering is dat deze niet afhankelijk is van het verschijnen van verwachtingen of ramingen van het CPB of andere instanties, maar steeds actueel zal zijn.

→ Aanbeveling 2: Als de feitelijke inflatie op het moment van vaststellen van de letstelschade-uitkering afwijkt van 2% (zoals dat op dit moment het geval is), wordt aangenomen dat deze in 5 jaar in gelijke stappen toe beweegt naar het door de ECB nagestreefde inflatiecijfer van 2%.

De nota van de Rechtspraak gebruikt de Consumenten Prijs Index (CPI) van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) voor de definitie van de inflatie. Mijn voorkeur heeft het de Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) te gebruiken, die maandelijks wordt gepubliceerd door Eurostat (het Europees bureau voor statistiek) en ook door het CBS. Het aansluiten bij de HICP is zuiverder, omdat de ECB zich met zijn doelstelling van 2% inflatie op de HICP richt en niet op de CPI.

Er zijn enkele verschillen tussen beide indices. Zo houdt de HICP onder andere geen rekening met de kosten van een eigen woning en contributies voor verenigingen. De CPI weegt deze kosten wel mee, maar houdt bijvoorbeeld weer geen rekening met de eigen bijdragen voor het wonen in een zorginstelling. Dit kan tot relevante verschillen leiden. Ter illustratie: in december 2022 bedroeg het stijgingspercentage ten opzichte van het jaar daarvoor van de CPI 9,6% en van de HICP 11,0% .

Verder is van belang dat de nota van de Rechtspraak lijkt uit te gaan van de ongecorrigeerde prijsindex bij het berekenen van de inflatie. Ik bepleit het gebruik van de index gecorrigeerd voor wijzigingen in de energie en voedselprijzen. Dit noemt men de kerninflatie. Deze correctie wordt vaak toegepast omdat voedsel en energieprijzen erg volatiel zijn. Daar wil men dan “doorheen kijken”. Die verschillen tussen de CPI en HICP zijn wat minder groot als op deze wijze gecorrigeerd wordt. In december 2022 bedroeg de jaar op jaar stijging van de kern-CPI 6,2% en die van de kern-HICP 7,1%.

Als het praktisch goed uitvoerbaar is, zou het daarnaast juist zijn om de HICP ook te corrigeren voor overheidsmaatregelen. Of dat mogelijk is zou nader bezien moeten worden.

→ Aanbeveling 3: Gebruik de Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) over de afgelopen 12 maanden voor Nederland, gecorrigeerd voor de prijsontwikkeling van voedsel en energie (kerninflatie) en overheidsmaatregelen, mits praktisch goed uitvoerbaar, als de inflatie die naar de waarde van 2% toe groeit.

De bepaling van de rente

Inleiding

De afgelopen jaren was de rente in Nederland in historisch licht gezien laag, na een trendmatige daling over ongeveer 35 jaar. Tot de inval van Rusland in Oekraïne begin 2022 was de rente op Nederlandse staatsleningen zelfs een periode negatief. Deze lage rentes hebben ertoe geleid dat de (hogere) rekenrente van gemiddeld 3% die in het verleden in personenschadezaken gebruikt werd ter discussie kwam te staan en liggen daarmee ten grondslag aan de huidige reflectie op de te hanteren rekenrentes in personenschadezaken en de Aanbevelingen van de Rechtspraak die daaruit zijn voortgevloeid.

Over de vraag of een laag renteniveau op de lange termijn houdbaar is, bestaat onder economen geen overeenstemming. Er zijn twee uiteenlopende visies te onderscheiden. Ikzelf meen dat de rente op lange termijn niet zo laag kan blijven als deze tot voor kort was en dat een evenwichtige risicovrije rente, rond 3,5% ligt. Volgens de theorie van de ‘Golden Rule of Accumulation’, die ik hieronder zal toelichten, is de huidige rente nog steeds onhoudbaar laag, hoewel inmiddels wel een behoorlijke stijging heeft plaatsgevonden. De zeer lage rente is veroorzaakt door te ruim monetair beleid en zal op termijn structureel hoger komen te liggen, hoewel de termijn waarop dat zal gebeuren onzeker is. De tweede visie meent daarentegen dat de evenwichtsrente ook op lange termijn (zeer) laag zal blijven (de hypothese van seculaire stagnatie). Ik zal beide visies hieronder in meer detail bespreken. Deze werken logischerwijs door in de aannames en verwachtingen over de toekomstige renteontwikkelingen. Vervolgens zal ik nader stilstaan bij de door de

Rechtspraak gehanteerde aanpak en uitgangspunten en de kritiekpunten die daarop mogelijk zijn. In het bijzonder zal ik daarbij betogen dat als het de bedoeling is het slachtoffer met zo groot mogelijke zekerheid te compenseren voor de schade, voor de eerste vijftig jaar aansluiting gezocht dient te worden bij de swap-curve voor Nederlandse staatsobligaties, in plaats van bij de spaar- en deposito-rentes van banken.

De eerste visie: de Golden Rule of Accumulation

De eerste visie baseert zich op de zogenoemde “Golden Rule of Accumulation” uit de economische groeitheorie. Die stelt dat de risicovrije rente die de consumptie per hoofd van de bevolking maximaliseert, gelijk is aan de reële lange termijn groeivoet van het bruto binnenlands product (BBP).⁶ Die groeivoet kunnen we niet rechtstreeks waarnemen, maar schattingen voor de trendmatige groei in Nederland de komende jaren, komen uit op zo’n 1,5%. Als de lange termijn inflatie van 2% (waar het ECB naar streeft) daarbij wordt opgeteld, komen we op een lange termijn nominale risicovrije evenwichtsrente van bijna 3,5%. Dat is hoger dan de huidige nominale rente op Nederlandse staatsleningen (op het moment van schrijven van dit artikel zo’n 2,5%) en fors hoger dan de lage en zelfs licht negatieve rentes op Nederlandse staatsleningen die zich de afgelopen jaren voordeden.

Een negatieve reële rente kan in deze context langer aanhouden als de spaargeneigdheid relatief groot is ten opzichte van de investeringsgeneigdheid, met als gevolg dat er te veel geïnvesteerd is of wordt ten opzichte van het pad van de “Golden Rule of Accumulation”. Dan is het optimaal om een deel van dat kapitaal te consumeren en de negatieve/lage reële rente geeft een signaal af dat daartoe aanmoedigt. Die verklaring voor een aanhoudende negatieve rente lijkt echter niet relevant voor de situatie de afgelopen jaren, waarin alom geklaagd werd over te weinig investeringen, waarin (bijvoorbeeld) een energietransitie moet plaatsvinden die om forse investeringen vraagt, waarin op wereldniveau opkomende economieën hun inhaalslag nog niet hebben voltooid en waarin gewezen wordt op achterstallig onderhoud van de infrastructuur in veel landen en recent op het op peil brengen van de krijgsmacht. Hoe kan het dan dat de feitelijke risicovrije rente toch zo ver afweek van de evenwichtsrente, als in een goed functionerende markteconomie de rente naar die evenwichtsrente zou moeten toe bewegen?

In de eerste plaats is er zogenoemde financiële repressie.⁷ Er zijn regels die ervoor zorgen dat de overheid zich goedkoper kan financieren dan zonder die regels mogelijk zou zijn. Pensioenfondsen, verzekeraars en andere financiële instellingen zijn bij voorbeeld niet (volledig) vrij in hun handelen met betrekking tot de portefeuille (Nederlandse) staatsobligaties die ze aanhouden. Beleggingsregels voor pensioenfondsen schrijven voor dat een behoorlijk deel van de portefeuille uit staatsobligaties moet bestaan.⁸ Banken hebben een prikkel staatsobligaties aan te houden door de toezichtregels met betrekking tot vereiste liquiditeit.⁹

⁶ Zie Blanchard en Fischer 1989, p. 104.

⁷ Van Riet 2018.

⁸ Dit volgt onder meer uit de verplichtingen voor pensioenfondsen zoals die zijn vastgelegd in de Nederlandse pensioenwetgeving.

⁹ Dit vloeit voort uit de Bazel 3, en met name de Liquidity Coverage Ratio (LCR) en de Net Stable Funding Ratio (NSFR)

In de tweede plaats is er de invloed van het monetaire beleid. In het kader van zogenoemd normaal/conventioneel beleid gebruikt de ECB de korte rente, die wordt geheven op kortlopende leningen aan banken of de rente die banken ontvangen op deposito's die ze bij de ECB aanhouden, als instrument om de gehele rentetermijnstructuur te sturen met het oog op het handhaven van prijsstabiliteit op de middellange termijn. Verwachtingen over het (toekomstige) monetaire beleid zijn van invloed op de rentetermijnstructuur. De filosofie van het door de ECB gevolgde monetaire beleid is om de rente te verhogen boven de evenwichtsrente als de (verwachte) inflatie te hoog is en te verlagen beneden de evenwichtsrente als de (verwachte) inflatie te laag is.

Sinds de crisis van 2007/2008 is ook zogenoemd onconventioneel beleid gevoerd. In ons kader zijn twee vormen van onconventioneel beleid met name van belang. In de eerste plaats Quantitative Easing (QE): dat is het aankopen van reeds bestaande effecten en financiële instrumenten - vooral eerder uitgegeven staatsobligaties - in de secundaire markt. Daarmee wordt, anders dan in het conventionele beleid, de rente op staatsobligaties direct beïnvloed. In de tweede plaats is er sprake van zogenaamde '*forward guidance*'. Daarbij geeft de centrale bank sterke signalen af over het toekomstige monetaire beleid. Zo kondigde de ECB bijvoorbeeld actief aan dat zij de rente de komende periode niet zou verhogen. Ook op die wijze beïnvloedt de ECB de markt.¹⁰

De stelling in de eerste visie, waar ik mij achter schaar, is dat centrale banken sinds de tweede helft van de jaren tachtig een asymmetrisch en sterk op de financiële sector gericht monetair beleid voeren.¹¹ De ECB doet dat sinds zijn oprichting in toenemende mate ook. Dat komt erop neer dat ze de rente relatief beperkter verhogen als de financiële markten een gunstige ontwikkeling vertonen, dan ze deze verlagen bij een ongunstige ontwikkeling. Deze sterk op de financiële sector gerichte aanpak werd mogelijk omdat de inflatie (gemeten aan consumentenprijzen) door de invloed van vooral globalisering en digitalisering steeds gematigder werd. Hierdoor ontstond een dalende trend in de marktrente, met als gevolg dat de rentemarkten de wind in de rug kregen. Rentedaling betekent immers koerswinst, boven op het rendement. Dit verklaart het feit dat marktpartijen bereid waren overheidsobligaties met een laag en zelfs negatief rendement te kopen. Zo lang er een verwachte koerswinst is kan dit aantrekkelijk zijn. Dit blijft zo, zolang de verwachting is dat de ECB de rente verder verlaagt. Maar die verwachting levend houden wordt steeds moeilijker naarmate de rente lager wordt, de inflatie stabielier is en de nadelen van het hele ruime beleid duidelijker worden. Ergens ligt een omslagpunt. Voorbij dat punt wordt geen verdere rentedaling meer verwacht. Dan worden staatsobligaties met een negatief rendement onaantrekkelijk en ontstaat er op enig moment verkoopdruk en begint de correctie.¹²

De juistheid van deze visie is niet met zekerheid vast te stellen. In de economische wetenschap kan het eigen gelijk zelden worden bewezen. Dat is ook hier het geval. De "Golden Rule of Accumulation" dient in de praktijk dan ook vooral als een vuistregel te

¹⁰ Inmiddels heeft de ECB de rente verhoogd van -0,5% tot 2% en aangekondigd dat een verdere significante renteverhoging zal volgen, in meerdere stappen.

¹¹ Rungcharoenkitkul, Borio en Disyatat 2019; Hoogduin en Nederhoed 2017.

¹² Deze visie bouwt ook voort op de zogenoemde Oostenrijkse conjunctuurtheorie (Garrison 2012). Daarin leidt vaststelling van de rente beneden de evenwichtsrente tot een onhoudbare ontwikkeling, die vroeger of later onvermijdelijk omdraait.

worden gezien en niet als een wetmatigheid. Daarvoor moeten te veel vereenvoudigende veronderstellingen worden gemaakt. Ook is niet zeker waar de bodem in de rente ligt.

De tweede visie: seculaire stagnatie / leenfondstheorie

Er is een alternatieve visie op de huidige rente en renteontwikkeling. Die visie is de hypothese van seculaire stagnatie.¹³ Dat is in de eerste plaats de verwachting dat er in de komende decennia weinig productiviteit- en groeibevorderende innovatie zal optreden. Dit betekent dat de evenwichtsrente erg laag kan zijn, maar niet dat ze negatief wordt, tenzij we aannemen dat we permanente krimp zouden hebben. Om toch te betogen dat negatieve reële rentes een langdurig fenomeen zullen zijn, omvat de hypothese van seculaire stagnatie ook een sombere verwachting over de ontwikkeling van de vraag in de economie. Daarbij wordt verondersteld dat er een permanente tekortschietende vraag is, of anders gezegd een permanent spaaroverschot. Als belangrijkste reden voor die verwachting wordt vaak het vergrijzingsproces in de ontwikkelde economieën en China genoemd. Dat zet een voortdurende neerwaartse druk op de groei, inflatie en rente.

Het CPB kwam in 2022 kwam met een publicatie waarin het ingaat op de structurele factoren achter de dalende risicovrije reële (dat wil zeggen: gecorrigeerd voor inflatie) evenwichtsrente (de zogenoemde natuurlijke rente).¹⁴ In dat kader noemt het CPB onder andere de voortgaande stijging van de levensverwachting en de lage groei van de economische productiviteit. Dit past goed in de tweede visie van seculaire stagnatie. Wel noemt het CPB dat hoge (overheids-) schulden de evenwichtsrente zouden kunnen opdrijven. Hetzelfde geldt voor de energietransitie de komende decennia, die aanzienlijke investeringen vergt. Ik voeg hieraan toe dat investeringen in de infrastructuur en investeringen in krijgsmacht-materieel ook de evenwichtsrente kunnen doen oplopen. Een en ander onderstreept de onzekerheid van de ontwikkeling van de risicovrije evenwichtsrente, die overigens door niemand wordt ontkend.

In de tweede visie op de reële evenwichtsrente (die deze evenwichtsrente dus lager inschat dan de theorie van de Golden Rule of Accumulation) speelt het monetaire beleid geen rol. De gedachte is dat op langere termijn het monetaire beleid alleen invloed heeft op de inflatie en niet op de reële evenwichtsrente en reële groei. In deze theorie wordt dan ook verondersteld dat de financiële markten ongehinderd kunnen functioneren. Dat is in de hedendaagse werkelijkheid niet het geval. De ECB grijpt rechtstreeks in de rentevorming in en heeft de laatste jaren voor duizenden miljarden euro's aan staatsobligaties opgekocht. In de hierboven besproken 'eerste visie' op de rentevorming, die aan mijn advies ten grondslag ligt, kan de centrale bank door zijn ingrijpen de marktrente doen afwijken van de niet - waarneembare reële evenwichtsrente. Zo een afwijking is niet houdbaar, hoewel afwijkingen lang kunnen duren als de centrale bank bereid is een steeds ruimer beleid te voeren en schadelijke effecten daarvan te accepteren. In een dergelijke situatie zijn marktrentes geen goede indicatie van de evenwichtsrente en dus ook niet van hun toekomstige waardes. Ik acht het plausibel dat we (nog steeds) in een dergelijke situatie zitten, maar dat dit niet bewijsbaar is. Productiviteitsverhoging en economische groei zijn vooral het gevolg van innovatie, gebaseerd op nieuwe kennis. Het tempo van ontwikkeling van nieuwe kennis is

¹³ Baldwin en Teulings 2014.

¹⁴ Ciurari et. al. 2022.

logischerwijze niet afleidbaar uit de economische theorie. Dat geldt dus ook voor de economische groei en “houdbare” rente. Ze zijn fundamenteel onvoorspelbaar. Daarom is niet op theoretische gronden aan te tonen dat de sombere verwachting waarvan de seculaire stagnatie-theorie uitgaat onjuist is.

Tussenconclusie

Er zijn dus verschillende visies op de rente en renteontwikkeling mogelijk. Ik acht de eerste visie het meest plausibel. Ook in een langere historische context komen langer durende periodes met een negatieve reële rente weinig voor en is een reële evenwichtsrente van 1,5% zeker niet aan de hoge kant. Bekeken vanuit de eerste visie is de huidige rente onhoudbaar laag. De verwachting is dan dat de huidige rente zal terugkeren naar normalere niveaus van rond 3,5%. We weten alleen niet wanneer en zaken die onhoudbaar zijn, kunnen lang blijven bestaan, ook omdat er financiële repressie is en de centrale bank via zijn monetaire beleid een stevige greep op de rente heeft. De ECB geeft bovendien zelf signalen af die suggereren dat hij denkt dat de nominale evenwichtsrente ongeveer 2% is.

De korte en middellange termijn

Wat betekent dit voor het vaststellen van de rente in verband met het uitkeren van een vergoeding voor letselschade? De nota van de Rechtspraak gebruikt voor de eerste twintig jaar spaar- en depositorentes bij banken. Ik stel voor om swaprentes van Nederlandse staatsobligaties te gebruiken voor de eerste vijftig jaar. Daarmee wordt voor een langere periode gebruik gemaakt van marktinformatie en daadwerkelijk beschikbare beleggingsmogelijkheden. Zoals ik hierboven al toelichtte is volgens de Commissie Parameters (2022) voldoende marktinformatie beschikbaar over de komende vijftig jaar.

De rentes op Nederlandse staatsobligaties vormen naar mijn idee een betere fundering voor het bepalen van het bij een zo risicovrij mogelijke belegging te behalen rendement dan de spaar- en depositorentes bij banken, omdat banken een hoger risicoprofiel hebben dan de Nederlandse staat. Weliswaar geldt voor particuliere gelden bij de banken een depositogarantiestelsel, zoals de Rechtspraak vermeldt, maar dat heeft een bovengrens van €100.000 per bank. Het beleggen in staatsobligaties kan zo worden ingericht dat er steeds tussentijds geld vrijkomt om in het levensonderhoud te voorzien en staatsobligaties zijn voor particulieren ook makkelijk/goed verkrijgbaar. Dat is ook wat een vermogensbeheerder zal adviseren wanneer gevraagd wordt om het vermogen defensief te beleggen. Een vermogensbeheerder zal nooit een groot deel van het vermogen op een depositierekening zetten, maar kiezen voor een defensieve beleggingsportefeuille met relatief veel staatsobligaties. Ter vergelijking zou je daarnaast bijvoorbeeld kunnen kijken naar de beleggingsstrategie van endowment fondsen. Dat zijn investeringsfondsen die een vermogen beleggen om met het behaalde rendement periodiek uitkeringen te kunnen doen aan een vooraf bepaald doel. Daarbij moet wel opgemerkt worden dat dergelijke investeringsfondsen vanwege hun lange beleggingshorizon meestal een offensieve strategie voeren, waarin ongeveer 70% in aandelen wordt belegd en grofweg 30% in staatsobligaties. Bij een meer defensieve strategie is de verdeling bijvoorbeeld 60-40 aandelen/staatsobligaties, en wordt dus relatief gezien een groter aandeel van het vermogen in de als ‘veilig’ beschouwde staatsobligaties belegd.

Als wordt aangesloten bij de swapcurve voor (Nederlandse) staatsobligaties leidt dat op dit moment tot hogere rentepercentages dan de door de Rechtspraak in haar aanbevelingen genoemde rentes. Zo bedraagt de rente op Nederlandse staatsobligaties op het moment van schrijven (januari 2023) rond de 2,5%.

→ Aanbeveling 4: Gebruik voor de rente over de eerste vijftig jaar de swapcurve voor Nederlandse staatsobligaties

De periode na vijftig jaar

Voor de periode na vijftig jaar is het vaststellen van een risicovrije rente lastig. Het streven om slachtoffers een hoge mate van zekerheid te bieden over werkelijke compensatie van schade op die termijn is niet goed waar te maken, gelet op het ontbreken van betrouwbare marktinformatie en beleggingsmogelijkheden op een termijn van meer dan vijftig jaar en gelet op de mogelijke onhoudbaarheid van het niveau van de huidige marktrente. We kunnen niet anders dan roeien met de riemen die we hebben. De onzekerheden zijn daarbij onvermijdelijk zeer groot. Wat zal de invloed op de groei van de energietransitie de komende decennia zijn? Zullen de huidige geopolitieke spanningen zich in structurele de-globalisatie en daarmee structureel lagere groei vertalen? Zullen er technologische doorbraken zijn die de groei stuwen? Hoe zal immigratie de groei beïnvloeden? Hoe de ontwikkeling van het arbeidsaanbod met een inmiddels doorgezette vergrijzing? Bedenk hierbij dat het gaat om een schatting van de economische groei in de decennia na 2073.

De Rechtspraak zoekt aansluiting bij de Ultimate Forward Rate (UFR) voor pensioenfondsen, zoals die wordt vastgesteld door de hierboven al genoemde Commissie Parameters 2022. Er wordt gekozen voor de UFR voor pensioenfondsen, omdat die volgens de toelichting *“beter de marktrente benadert dan die voor verzekeraars. Bovendien sluit de benadering van pensioenfondsen - zekerheid op de langere termijn- goed aan bij de ratio van de rekenrente in het kader van een kapitalisatie van de uitkering voor toekomstige schade.”*¹⁵

De wijze waarop de Commissie Parameters de parameters vaststelt is niet zonder meer de juiste. De Commissie Parameters baseert haar verwachtingen over de rente op lange termijn zoveel mogelijk op marktinformatie. Daarbij gaat zij ervanuit dat deze marktrenten ook op de lange termijn houdbaar zijn, door de huidige cijfers te extrapoleren naar een periode waarover nog geen of onvoldoende marktinformatie beschikbaar is. Impliciet kent de Commissie daarmee een kans van 0 toe aan het onhoudbaar laag zijn van de huidige risicovrije rente en/of het bestaan van een zeepbel in de markt voor Nederlandse staatsobligaties. Er wordt, in andere woorden, geen rekening gehouden met de mogelijkheid dat de rentecurve uitzonderlijk laag was door een jarenlang systematisch stimulerend en asymmetrisch monetair beleid, terwijl dit heel wel onhoudbaar kan blijken. Als de marktrenten niet houdbaar zijn, vervalt de ratio achter de door de Commissie Parameters 2022 gehanteerde uitgangspunten. De UFR is daarmee alleen een zinvol uitgangspunt indien wordt uitgegaan van een sombere visie op economische groei (de hierboven omschreven ‘tweede visie’) en doet geen recht aan het feit dat er ook alternatieve zienswijzen zijn, zoals de ‘eerste visie’ die ik besprak.

¹⁵ Aanbevelingen rekenrente in personenschadezaken, p. 3, tweede paragraaf van boven.

Voortbouwend op die eerste visie zou men aansluiting kunnen zoeken bij de evenwichtsrente die volgt uit de Golden Rule of Accumulation. De risicovrije rente voor de periode na 50 jaar zou dan op 2% (de door de ECB nagestreefde prijsstabiliteit) plus de reële rente worden gesteld. Daarbij zou voor de reële rente de gemiddelde groei van het bruto binnenlandsproduct over de afgelopen 20-25 jaar als uitgangspunt kunnen worden genomen. De reële rente zou op basis van de gemiddelde reële groei in de buurt van 1,5% uitkomen (wat hoger als uitgegaan wordt van de afgelopen 25 jaar en iets lager als uitgegaan wordt van de afgelopen 20 jaar), zodat de nominale evenwichtsrente volgens deze benadering rond de 3,5% ligt.

→ Aanbeveling 5: Gebruik voor de vaststelling van de risicovrije evenwichtsrente na 50 jaar de som van de gemiddelde meetkundige reële groei van het bruto binnenlands product over de afgelopen 20-25 jaar (op basis van CBS -cijfers) en 2% inflatie.

Het is opvallend dat er bij de Rechtspraak geen ingroeiperiode zit tussen de rente voor de eerste twintig jaar en de periode daarna. Wel versimpelt dit de berekeningen enigszins.

→ Aanbeveling 6: Hanteer vijf jaar voor de convergentie van de risicovrije rente in de eerste vijftig jaar naar de risicovrije evenwichtsrente daarna.

Consequenties voor de praktijk

Als bovengenoemde kritiekpunten en de daaruit volgende aanbevelingen worden gevolgd, zou dat op basis van de huidige cijfers ten opzichte van de uitgangspunten zoals die in de Aanbevelingen van de Rechtspraak geformuleerd worden tot een significante bijstelling van de te hanteren rekenrentes leiden.

In de aanbevelingen van de Rechtspraak geven zij – in maart 2022 – onderstaande tabel weer om een indruk te geven waar de rekenrente op uitkomt op basis van de door de Rechtspraak gehanteerde uitgangspunten en de gegevens zoals die in maart 2022 bekend waren:

Periode	Rente	Inflatie
0-5 jaar	0%	2%
6-20 jaar	0,5%	2%
> 20 jaar	1,5%	2%

Een soortgelijke indicatieve tabel zou, indien mijn uitgangspunten gevolgd worden en op basis van de gegevens zoals die op dit moment (januari 2023) bekend zijn, als volgt moeten worden bijgesteld:

Periode	Rente	Inflatie

0-5 jaar	2,2-2,5% ¹⁶	Stapsgewijze inloop van 7,1% (kerninflatie HICP december 2022) naar 2%
5-50 jaar	2,3-2,5% ¹⁷	2%
> 50 jaar	3,5%	2%

Uit de schematische weergave blijkt dat de meest recente Aanbevelingen van de Rechtspraak, zoals die zijn gepubliceerd in maart 2022, op dit moment leiden tot een te positieve rekenrente voor de eerste vijf jaar, omdat de zeer forse stijging van de inflatie over de afgelopen maanden daarin (nog) niet verdisconteerd is.

Voor de middellange termijn van vijf tot vijftig jaar geldt echter dat de inschattingen van de Rechtspraak te somber zijn, omdat bij het beleggen in staatsobligaties op risicovrije wijze gunstigere rendementen behaald zullen worden dan de door de Rechtspraak gehanteerde rente op spaardepoties (die op dit moment overigens alweer gestegen zijn ten opzichte van het in de Aanbevelingen van de Rechtspraak genoemde percentage van 0,5%).¹⁸ Ook op de lange termijn meen ik dat de uitgangspunten van de Rechtspraak te somber zijn.

Een kanttekening bij de door de Rechtspraak gekozen uitgangspunten

Zoals ik in de inleiding al aangaf, is de aanpak van de Rechtspraak gebaseerd op het uitgangspunt dat het slachtoffer zoveel mogelijk zekerheid krijgt over de te ontvangen opbrengsten van het kapitaal en dus vrijwel volledig zeker wordt gesteld in het vermogen waarover hij in de toekomst kan beschikken.¹⁹ In de hierboven gegeven kritiek heb ik dat uitgangspunt ook gevolgd, maar de redenering waarop dit gebaseerd is gaat mank. De daadwerkelijk geleden schade – die de schadevergoeding beoogt te compenseren - is onbekend en onzeker. Het gaat immers om de nog niet gerealiseerde, toekomstige schade, waarvan de vaststelling niet berust op zekerheid maar waarvan een inschatting wordt gemaakte op basis van een afweging van goede en kwade kansen (art. 6:106 BW). Wat wordt vastgesteld is een redelijke verwachting van de te lijden schade. Niemand weet precies en met zekerheid welk inkomen hij of zij in de toekomst gaat verdienen. Niet alleen voor slachtoffers in personenschadezaken, maar voor elk mens is het toekomstige verdienvermogen dus een onzekere waarde, waarvan wij op zijn best een redelijke inschatting kunnen maken. De financiële rekenkunde leert dat dergelijke onzekere bedragen in de toekomst een lagere waarde hebben dan dezelfde bedragen op hetzelfde moment in de toekomst als deze zeker zijn. De mens heeft over het algemeen een risicoaversie, waardoor een zekere toekomstige kostenpost of bate hoger wordt gewaardeerd dan een onzekere. Daarom worden onzekere bedragen in de toekomst gedisconteerd met een “risicopremie”.

¹⁶ Dit zijn cijfers van 20 januari 2023, einde dag. Zij zijn indicatief, omdat ze niet zijn ontleend aan de swapcurve, maar aan de rente op de Nederlandse staatsobligaties op dat tijdstip.

¹⁷ Idem.

¹⁸ Als wij kijken naar de spaardepoties van de drie Nederlandse grootbanken dan kom je op dit moment (20 januari 2023) uit op een rente van tussen de 1,5 en 2,0%.

¹⁹ De trends van de afgelopen jaren (eerste lage rente, nu hoge inflatie) benadrukken die onzekerheid.

In personenschadezaken wordt door de schade te begroten en met inachtneming van de goede en kwade kansen op één vast bedrag vast te stellen van deze onzekere waarde een zekere waarde gemaakt: het slachtoffer weet na het bereiken van een overeenkomst precies op welke toekomstige waarde hij recht heeft. Gezien het hierboven genoemde feit dat onzekere bedragen in de toekomst een lagere waarde hebben dan zekere bedragen in de toekomst, heeft het begroten van de schade op één op voorhand vast te leggen bedrag economisch gezien een waarde-verhogende werking. Vervolgens gaat de huidige werkwijze in de personenschadepraktijk ervanuit dat dit zo risicoloos mogelijk belegd moet worden, zodat ook daarin zoveel mogelijk elke onzekerheid wordt weggenomen. Men kan mijns inziens betogen dat een slachtoffer van letselschade daarmee economisch gezien in een gunstigere positie wordt geplaatst dan anderen. Immers: voor ieder ander is de toekomst onzeker. Hij of zij kan niet op voorhand weten welk inkomen gedurende zijn leven zal worden verdiend. Dat geldt zelfs, en in toenemende mate, voor het pensioen dat via een pensioenfonds wordt genoten.²⁰

Het verschil tussen de ‘zekerheid’ die door middel van een redelijke verwachtingshypothese gecreëerd wordt voor het slachtoffer en de daadwerkelijk ‘onzekerheid’ over de toekomstig verwachtingen zou gecompenseerd kunnen worden door een “risicopremie” toe te passen. De vraag hoe een dergelijke risicopremie vastgesteld zou kunnen worden vergt nader onderzoek, maar er zou bijvoorbeeld aansluiting gezocht kunnen worden bij de risicopremie die door de overheid wordt gehanteerd om toekomstige kosten en baten op de juiste manier te waarderen.²¹ Deze risicopremie wordt iedere vier jaar voorgesteld door de Werkgroep Discontovoet, die bestaat uit vertegenwoordigers van het CPB, het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL), De Nederlandsche Bank (DNB) en zes ministeries, aangevuld met de expertise van onafhankelijke experts.²² Het meest recente advies van deze werkgroep dateert uit 2020, toen de risicopremie op 3,25% werd gesteld, onafhankelijk van de looptijd. Dat houdt de berekeningen simpel, maar miskent wel dat onzekerheden toenemen naarmate het om bedragen in de verdere toekomst gaat.

Een andere benadering van de “risicopremie” zou men kunnen afleiden van het verschil tussen het verwachte rendement op aandelen en de rente op Nederlandse staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar, of het verschil tussen het te verwachten rendement op een zo simpel mogelijke standaard beleggingsportefeuille voor de lange termijn, met 60% aandelen en 40% obligaties. Die benaderingen zouden leiden tussen een risicopremie die ergens tussen de 2,0 en 3,0% ligt. Er zijn dus verschillende manieren om een “risicopremie” vast te stellen die bij het berekenen van letselschade in de disconteringsvoet kan worden opgenomen in verband met de onzekerheid over de werkelijke waarde van de schade.

Hoewel ik daar in het bovenstaande niet vanuit ben gegaan en dit in de hierboven weergegeven tabel en aanbevelingen dus ook niet is meegewogen, geef ik graag als overweging mee om bij het berekenen van letselschade een dergelijke (nog nader te onderzoeken en uit te werken) “risicopremie” te hanteren.

²⁰ In het nieuwe pensioenstelsel wordt ook niet langer met een risicovrije rente gerekend. In het huidige stelsel is dat wel het geval, maar bestaat ook de mogelijkheid om het pensioen nominaal te verlagen als de financiële positie van het pensioenfonds daartoe aanleiding geeft. Dat is bij de uitkering ineens van letselschade niet mogelijk.

²¹ Voor meer informatie zie: <https://www.rwseconomie.nl/discontovoet>.

²² Idem.

Conclusie

Mijn analyse van de Aanbevelingen rekenrente in personenschadezaken van de Rechtspraak leidt tot twee kritiekpunten:

1. Als de bedoeling is het slachtoffer met zo groot mogelijke zekerheid te compenseren voor de schade, dient voor de eerste vijftig jaar aansluiting gezocht te worden bij de swap-curve voor Nederlandse staatsobligaties, in plaats van bij de spaar- en depositorentes bij banken voor de eerste twintig jaar, omdat banken een hoger risicoprofiel hebben dan de Nederlandse staat. De Rechtspraak hanteert bovendien voor de periode tussen 20-50 jaar de UFR, terwijl voor die periode goede marktrentes beschikbaar zijn.
2. In de richtlijn wordt de plausibele mogelijkheid dat het huidige niveau van de marktrente onhoudbaar laag is, ten onrechte niet in de berekening betrokken.

Ik heb 6 aanbevelingen gedaan om deze kritiekpunten zo veel mogelijk te ondervangen. Een lijst van aanbevelingen is bijgevoegd.

Verder heb ik erop gewezen dat er vanuit economisch perspectief kanttekeningen zijn te plaatsen bij de keuze om de aan het slachtoffer uit te keren schadevergoeding uitsluitend met een risicovrije rente te disconteren, terwijl het toekomstig besteedbaar vermogen voor een ieder ander inherent onzeker is. Ik geef daarom in overweging om bovenop de risicovrije rente een 'risicopremie' te hanteren, zoals dat in andere sectoren gebruikelijk is bij het begroten van toekomstige kosten en baten.

Literatuur

- Advies Commissie Parameters, 29 november 2022
- Baldwin, R. en C.N. Teulings, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, E-Book, 15 augustus 2014
- Blanchard, O. And S. Fischer, *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, 1989
- Brief van de Directeur van het Centraal Planbureau inzake nieuwe werkgroep discontovoet, 16 september 2019
- Ciurila, N., Elbourne, A., Luginbuhl, R. en Teulings, R., *Structural causes of Low Interest Rates*, CPB 2022
- ECB (2021), 'Verklaring over de monetaire beleidsstrategie van de ECB'
- Garrison, R., 'The Austrian Theory of the Business Cycle', <https://youtu.be/tR-Tta3Pm28>, 2012

- Hoogduin, L. en J. Nederhoed, *Verloren Ankers en de Grote Financiële Expansie*, 2017
- De Letselschade Richtlijn Rente en Inflatie, De Letselschade Raad, concept juli 2017
- Rapport Werkgroep Discontovoet 2015, Rijksoverheid
- Rapport Werkgroep Discontovoet 2020, Rijksoverheid
- De Rechtspraak (maart 2022), *Aanbevelingen rekenrente in personenschadezaken*
- Van Riet, A., *Financial Repression and High Public Debt in Europe*, Tilburg University, 2018
- Rungcharoenkitkul, P., Borio, C en P. Disyatat, Monetary Policy Hysteresis and the Financial Cycle, BIS Working Papers, No. 817, October 2019