

INVESTEREN UIT STEEN
Vermogensovermaat woningcorporaties

Naarden, 7 oktober 2003

Voorwoord	3
Bevindingen en conclusies	4
1. Weerstandsvermogen en vermogensovermaat tot en met 2011	7
1.1 Toepassing risicoanalysemodel	7
1.2 Risicoanalyses	8
1.3 Prognose weerstandsvermogen en vermogensovermaat Nederland tot en met 2011	8
1.4 Gevoeligheid huurontwikkeling, verkoop en nieuwbouw	9
1.5 Vermogensovermaat met gedragshypothesen	10
1.6 Gecorrigeerd weerstandsvermogen, stochastisch benaderd	11
2. Inzetbaarheid vermogensovermaat	13
2.1 Beschikbaarheid vermogensovermaat	13
2.2 Inzet vermogensovermaat onrendabel deel van investeringen	14
2.3 Inzet vermogensovermaat via nieuwbouw van woningen	15
2.4 Onzekerheidsmarges bij inzet vermogensovermaat	17
2.5 Vermogensovermaat tien zwakste regio's tot en met 2011	18
3. Inzetbaarheid vermogensovermaat vier grote stadsregio's	19
3.1 Vermogensovermaat 2001 en 2006 op grond van productieprognoses corporaties	19
3.2 Vermogensovermaat tot en met 2011 op grond van de gerealiseerde productie van corporaties in 2001	19
3.3 Vermogensovermaat tot en met 2011 op grond van intentieafspraken VROM en gemeenten	21
3.4 Vermogensovermaat evenwichtsvariant vier grote stadsregio's tot en met 2011	23
3.5 Borgingsruimte vier grote stadsregio's tot en met 2011	24
4. Jaarresultaat uit gewone bedrijfsuitoefening	25
4.1 Prognose resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening tot en met 2011	25
4.2 Rentelasten	25
4.3 Resultaat uit beheer	25
4.4 Huuropbrengsten	25
4.5 Bedrijfslasten	26
4.6 Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening en ouderdom bezit	27
5. Rendementsontwikkeling tot en met 2011	29
5.1 Rendementsontwikkeling verhuur tot en met 2011 op basis van bedrijfswaarde	29
5.2 Rendementsontwikkeling vastgoed tot en met 2011 volgens prognose Winst- & Verliesrekening ...	30
5.3 Rendement vastgoed in relatie met restant levensduur tot en met 2011	31
5.4 Invloed van nieuwbouw en verkoop op vastgoedrendement	32
5.5 Rendement vreemd vermogen	33
5.6 Rendement eigen vermogen op sectorniveau	34

Met de rapportage 'Het vermogen en de opgave van corporaties: spanning tussen behoefte en middelen' van 3 juni 2002 heeft het Centraal Fonds voor het eerst de omvang van de vermogensovermaat van de sociale huursector in beeld gebracht. Naar aanleiding daarvan is een discussie ontstaan over de inzetbaarheid van de vermogensovermaat. De overmaat staat in het algemeen niet 'op de bank'. Kan de overmaat wel worden ingezet voor de volkshuisvestelijke taken? Wat is de betekenis van de overmaat voor de mogelijkheden van de sociale huursector? In de voorliggende rapportage wordt een antwoord gegeven.

Bij de uitwerking is gebruik gemaakt van het risicoanalysemodel. Van dit model, dat inzicht geeft in de ontwikkeling van de financiële positie van corporaties, zijn de invoergegevens geactualiseerd. Daarnaast is rekening gehouden met het gedrag van corporaties ten aanzien van de eigen financiële continuïteit. In hoofdstuk 1 is van de aanpassingen van het model een samenvattend beeld gegeven. Vervolgens is in dit hoofdstuk in meerdere scenario's de financiële ontwikkeling gepresenteerd van het weerstandsvermogen en de vermogensovermaat voor de jaren 2002 tot en met 2011. In hoofdstuk 2 komt de inzetbaarheid van de vermogensovermaat aan de orde. De verschillende mogelijkheden van de inzet ten behoeve van onrendabele investeringen laten de consequenties voor de sector zien voor de ontwikkeling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen en de borgingsruimte bij het Waarborgfonds Sociale Woningbouw. Omdat toekomstscenario's per definitie onzeker zijn, wordt de verwachte spreiding en daarbij behorende kansverdeling van meerdere varianten gepresenteerd. De inzetbaarheid van de vermogensovermaat is in hoofdstuk 3 uitgewerkt voor de vier grote stadsregio's. Voor de jaren 2002 tot en met 2011 zijn drie varianten berekend:

- Een 'stagnatievariant', uitgaande van de veronderstelling dat de door corporaties in 2001 gerealiseerde productieaantallen in de prognosejaren gelijk blijven
- Een 'intentievariant', waarbij is uitgegaan van de tussen de overheden afgesproken intentieaantallen
- Een 'evenwichtsvariant', waarbij een gelijk aantal te verkopen woningen is verondersteld als voor de nieuwbouw.

Zoals in het 'Verslag financieel toezicht woningcorporaties 2001' van 26 november 2002 is gerapporteerd, blijft de realisatie van het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening de afgelopen jaren achter bij de prognoses. In hoofdstuk 4 is uitwerking gegeven aan de voorspelbaarheid van het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening. Met behulp van het risicoanalysemodel zijn analyses uitgevoerd op de rentelasten, de huuropbrengsten en de bedrijfslasten. Daarnaast is ingegaan op de invloed van de restant levensduur op het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening.

In hoofdstuk 5 wordt het inzicht in de ontwikkeling van het jaarresultaat verbreed met behulp van rendementengetallen. De in de rapportage 'Waardering vastgoed woningcorporaties, sleutel voor financiële continuïteit' van 1 april 2003 gepresenteerde kengetallen zijn met behulp van het risicoanalysemodel berekend voor de jaren 2002 tot en met 2011. Tevens is ingegaan op de relatie van de rendementen met de restant levensduur van het corporatiebezit.

Een gedetailleerde toelichting en onderbouwing van de rapportage, waarin alle cijfermatige specificaties en grafieken zijn opgenomen, zijn ondergebracht in een achtergrondrapportage met daarbij behorende bijlagen. De hoofdstukaanduiding is gelijk aan die van de voorliggende rapportage. De voorliggende rapportage, de achtergrondrapportage en de bijlagen zijn integraal te verkrijgen via de website van het Fonds.

Het waarborgen van de financiële continuïteit is voor een woningcorporatie een noodzakelijke voorwaarde om in de toekomst te kunnen investeren. Om die te kunnen bepalen stelt het Centraal Fonds voor elke corporatie een grens vast: het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen, gebaseerd op het risicoprofiel van de corporatie. Al datgene wat boven dit minimaal noodzakelijk vermogen aanwezig is, kan door een corporatie worden aangewend voor het doen van volkshuisvestelijke investeringen, of het nu gaat om verbetering, onderhoud, nieuwbouw of sloop. Met de voorliggende rapportage 'Investeren uit steen. Vermogensovermaat woningcorporaties' wordt een geactualiseerd beeld geboden van het in juni 2002 uitgebrachte rapport 'Het vermogen en de opgave van woningcorporaties: spanning tussen behoefte en middelen'. De actualisatie is vooral ingegeven door verbetering van de invoergegevens en door de vermogensovermaat eveneens te presenteren waarbij met het gedrag van corporaties rekening wordt gehouden. Basis is nog wel de door de corporaties opgegeven gegevens uit de jaarstukken over 2001.

In het navolgende worden specifiek de bevindingen weergegeven ten aanzien van de ontwikkeling van de vermogensovermaat, van de inzetbaarheid ervan, zowel in het algemeen als specifiek voor de vier grote stadsregio's, van de ontwikkeling van het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening en van de rendementsontwikkeling tot en met 2011. Voor dit laatste is het voorgenomen beleid uitgewerkt. In de Toezichtrapportage, die in december 2003 verschijnt, zullen de daadwerkelijke gerealiseerde rendementscijfers hieraan worden getoetst.

Bevindingen

Ontwikkeling vermogensovermaat

- De vermogensovermaat van ruim € 10 miljard in 2001 stijgt tot ruim € 23 miljard in 2011. De ontwikkeling van de overmaat is zeer gevoelig voor aanpassingen in de programma's voor verkoop en nieuwbouw en wijzigingen in het huurbeleid. De aantallen te bouwen en te verkopen woningen zijn niet van invloed op de overmaat, indien de omvang in evenwicht is.
- Het onrendabele deel van de investering in een nieuwbouwwoning wordt, gemiddeld genomen, goedge maakt door het resultaat uit de verkoop van een woning. Financieel gezien kunnen, los van andere aspecten die het realiseren van nieuwbouw en verkoop beïnvloeden, bij een evenwichtige programmering, omvangrijkere nieuwbouw- en verkoopprogramma's worden gerealiseerd, zonder dat de financiële continuïteit in gevaar komt.
- Indien rekening wordt gehouden met plausibele gedragsveronderstellingen van corporaties ten aanzien van de relatie tussen het (des)investeringsbeleid en de financiële continuïteit, zullen er minder woningen worden verkocht, waardoor de vermogensovermaat € 2 miljard lager uitkomt in 2011.

Inzetbaarheid vermogensovermaat

- De vermogensovermaat kan daadwerkelijk worden ingezet door middel van het aantrekken van extra geldleningen.
- Binnen het werkingsgebied van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw kunnen corporaties daartoe de benodigde externe financieringsmiddelen aantrekken. De door het Waarborgfonds aangehouden ondergrens voor nieuwe investeringen vormt daarvoor geen belemmering.
- Met een jaarlijkse inzet van de vermogensovermaat van € 2,5 miljard in de komende zes jaren blijft het gecorrigeerd weerstandsvermogen in 2011 nog € 2,8 miljard boven het minimaal noodzakelijke niveau van ruim € 14 miljard. Er is een kans van slechts 5% dat het gecorrigeerd weerstandsvermogen niet voor 2007 daalt tot onder het minimaal noodzakelijke vermogen.
- Het inzetten van dit jaarlijkse bedrag maakt het mogelijk tot en met 2011 240.000 nieuwbouwwoningen met een totaalinvestering van € 32 miljard (gebaseerd op huidige prijzen) extra te realiseren, ofwel 10% van de woningvoorraad. Dit aantal komt boven het reeds in de prognose opgenomen aantal van 112.400 woningen. De vermogensovermaat is toereikend om het onrendabele deel van de investering in deze woningen te bekostigen. Dit is gebaseerd op een onrendabel bedrag per woning van gemiddeld € 30.000,- in 2002, oplopend tot ruim € 50.000,- in 2011.

Inzetbaarheid vermogensovermaat vier grote stadsregio's

- De vier grote stadsregio's behoren tot de financieel zwakste regio's terwijl de volkshuisvestelijke opgave het grootst is.
- Indien de productie (voornamelijk nieuwbouw en verkopen) op hetzelfde niveau blijft als in 2001, is voor Haaglanden in 2011 sprake van een ondermaat van 4,6% van het balanstotaal en voor het Regionaal Orgaan Amsterdam een beperkte overmaat van 1,2%. De lage verkoopaantallen in beide regio's zijn daar met name debet aan.
- Met dezelfde uitgangspunten voor de productie van de vier grote steden in deze regio's daalt de overmaat van de gemeente Amsterdam naar negatief 6,9%. De gemeente Den Haag komt licht positief uit. Dit is ten opzichte van de regio Haaglanden gunstiger, omdat de nieuwbouw vooral in de omliggende gemeenten wordt gerealiseerd.
- Indien de verkopen op hetzelfde niveau worden gebracht als de nieuwbouw, komen alle grote stadsregio's in 2011 uit op een ruime overmaat, met het Regionaal Orgaan Amsterdam als laagste met een overmaat van 8,5%.
- Indien wordt uitgegaan van de productie zoals is afgesproken tussen het Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer (VROM) en de gemeenten zijn de uitkomsten aanmerkelijk gunstiger, variërend tussen een overmaat in 2011 van 17,7% in de stadsregio Rotterdam tot 37,5% in het Regionaal Orgaan Amsterdam. De hoge aantallen te verkopen woningen en het zeer hoge aantal te bouwen koopwoningen in Amsterdam, zijn de oorzaak daarvan.

Ontwikkeling resultaat gewone bedrijfsuitoefening

- Het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening stijgt in de jaren 2002 tot en met 2011 met € 1,7 miljard. Deze toename wordt voornamelijk veroorzaakt door de daling van de rentelasten. De toenemende huuropbrengst wordt voor een deel gecompenseerd door de toenemende bedrijfslasten. Per saldo neemt het resultaat uit beheer (huuropbrengst minus lasten) met € 0,7 miljard toe.
- De rentelasten en huuropbrengsten zijn redelijk goed voorspelbaar. Dit geldt niet voor de bedrijfslasten. De ontwikkeling van deze lasten kan, meer dan het geval is bij de rentelasten en de huuropbrengsten, door het corporatiebeleid worden beïnvloed. De invloed van de bedrijfslasten op de hoogte van het resultaat uit beheer is echter aanmerkelijk minder dan die van de huuropbrengsten.
- Naast de bedrijfslasten is de ontwikkeling van de woningvoorraad een onzekere factor voor de voorspelbaarheid van het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening. Het (des) investeringsbeleid van corporaties is van veel ongewisse factoren afhankelijk, waardoor een voorspelling niet goed mogelijk is. Dit heeft ook gevolgen voor het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening, omdat dit resultaat minder is naarmate er meer nieuwe woningen worden gebouwd.

Rendementsontwikkeling tot en met 2011

- Op basis van de veronderstellingen in het risicoanalysemodel daalt het rendement op het vastgoed van woningcorporaties van 6,4% in 2002 naar 5,4% in 2011. Dit is voornamelijk toe te schrijven aan de onrendabele investeringen, deels gecompenseerd door de verkopen: per saldo van negatief 0,4% in 2002 tot negatief 1,1% in 2011. Het resultaat uit verhuur ligt in de prognoseperiode tot en met 2011 licht boven de 6,5%.
- Op grond van de waardering van het onroerend goed op de bedrijfswaarde hangt het niveau en de ontwikkeling van het direct en indirect rendement nauw samen met de restant levensduur van woningen. In de eerste exploitatieperiode van nieuw gebouwde woningen is sprake van exploitatietekorten. Dat komt tot uitdrukking in een positief indirect rendement. In de prognoseperiode is het indirect rendement uit verhuur negatief. Het corporatiebezit bevindt zich gemiddeld genomen derhalve in de terugverdienperiode.
- Aan de hoogte van het direct en indirect rendement kan derhalve niet zonder meer een conclusie 'goed of fout' worden verbonden. De hoogte van de rendementen dient te worden beoordeeld in samenhang met de ouderdom van de woningen. De mutaties van de voorraad spelen daarbij mede een belangrijke rol.

Conclusies

Op grond van de omvang en ontwikkeling van de vermogensovermaat luidt de conclusie ten opzichte van 2002 onveranderd: er is in de corporatiesector in de komende tien jaar voldoende vermogen beschikbaar voor het doen van de noodzakelijke investeringen. Dat laat onverlet dat in bepaalde regio's dan wel bij bepaalde corporaties vormen van matching gerealiseerd moeten worden voor individuele gevallen, waarbij aard en inhoud van het vermogenstekort bepalend zijn voor de toe te passen vorm van matching.

De uitkomsten van de uitgewerkte varianten laten zien dat gemiddeld genomen het negatieve effect van het onrendabel deel van een investering bij nieuwbouw wordt goedge maakt door het resultaat uit de verkoop van een woning. De vermogenspositie wordt derhalve niet aangetast bij hogere taakstellingen ten aanzien van verkoop en nieuwbouw indien deze in evenwicht zijn.

De door het Fonds berekende vermogensovermaat is niet direct beschikbaar. Om de overmaat in te kunnen zetten, moeten woningen worden verkocht. De mogelijkheden daartoe worden door de regionale woningmarkten bepaald. De corporatie is echter niet alleen van verkoop afhankelijk. Een andere vorm van beschikbaar maken van de overmaat wordt gevormd door het aantrekken van extra geldleningen. De financieringsruimte, gebaseerd op de overwaarde van het woningbezit is daarvoor toereikend. De analyses in dit rapport maken duidelijk dat door benutting van de financieringsruimte ruim geïnvesteerd kan worden door woningcorporaties. De uit het aantrekken van leningen voortvloeiende rentelasten kunnen worden gedekt uit de lopende exploitatie. Het Fonds spreekt zich in dit rapport niet uit over de omvang van de taakstellingen op het terrein van nieuwbouw, woningverbetering, sloop en verkoop. Dat is een zaak die uitdrukkelijk is voorbehouden aan corporaties zelf in het tot stand komen van prestatieafspraken met gemeenten.

De vier grote stadsregio's, die de grootste opgave kennen aan sloop, nieuwbouw en verbetering, behoren tot de financieel zwakkere regio's. Indien de productieaantallen worden aangehouden zoals afgesproken tussen de gemeenten en het Ministerie van VROM, is sprake van een zeer gunstige ontwikkeling. De realiteit is dat tot nu toe de aantallen fors zijn achtergebleven, zowel in productie als in verkoop. Indien deze trend wordt doorgezet, laten met name de ROA en de regio Haaglanden een afname van de overmaat zien. Met een aanpassing van de verkopen naar de omvang van de nieuwbouw is reeds sprake van een positieve ontwikkeling van de overmaat. In zowel de vier grote stadsregio's als de grote steden in deze regio's kunnen corporaties op regionaal c.q. stedelijk niveau binnen het werkingsgebied van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw externe financiering aantrekken voor de volledige overmaat.

De in deze rapportage gepresenteerde ontwikkelingen van het weerstandsvermogen en de vermogensovermaat zijn gemaakt met behulp van het risicoanalysemodel. Nadat in de eerste twee paragrafen het model en de recente aanpassingen van het model kort zijn toegelicht, is in paragraaf 1.3 de vermogensovermaat voor geheel Nederland weergegeven, in paragraaf 1.4 gevolgd door de uitkomsten van uitgevoerde gevoeligheidsanalyses. Vervolgens geeft paragraaf 1.5 de ontwikkeling van de overmaat van Nederland in een scenario, waarbij rekening is gehouden met veronderstelde gedragshypothesen van corporaties in relatie tot hun financiële positie. In paragraaf 1.6 wordt het hoofdstuk afgesloten met het geven van inzicht in de spreiding en kansverdeling van de ontwikkeling van de vermogensovermaat.

1.1 Toepassing risicoanalysemodel

Met het risicoanalysemodel heeft het Fonds een instrument ontwikkeld, waarmee inzicht wordt geboden in de financiële ontwikkeling van de sociale huursector op de langere termijn. Met het model is het mogelijk om prognoses te maken voor een periode van tien jaar van:

- Alle relevante posten van de Winst- en Verliesrekening
- Alle relevante posten van de Balans
- De bedrijfswaarde van de woningen en de rentabiliteitswaarde van de leningen
- De diverse vermogens- en rendementsgetallen

In deze rapportage betreft het de periode 2002 tot en met 2011, waarover de prognoses zijn gemaakt.

Bij het gebruik van het model kunnen meerdere toepassingen worden onderscheiden:

- De gebruikelijke deterministische benadering, waarbij volgens een vast scenario de prognoses worden gemaakt
- Een stochastische benadering, waarbij rekening wordt gehouden met onzekere ontwikkelingen in de toekomst. Met deze benadering is het mogelijk toekomstige risico's in te schatten voor zover die worden veroorzaakt door externe, niet-beïnvloedbare factoren
- Een benadering waarbij het (des)investeringsprogramma van de corporaties niet vooraf is vastgesteld, maar via gedragshypothesen afhankelijk is gemaakt van de financiële positie.

Deze drie toepassingen vullen elkaar aan en worden afhankelijk van de vraagstelling gebruikt. Over de achtergronden van het model is een afzonderlijke publicatie uitgebracht¹.

Ten opzichte van het model van vorig jaar zijn voor de toepassing in de voorliggende rapportage de invoergegevens van het model geactualiseerd en is het model uitgebreid. De actualisatie van de invoergegevens betreft onder meer het niet meer rechtstreeks ontlenen aan historische reeksen van de macro-economische parameters, zodat voor de lange termijn gemiddelden keuzen zijn gemaakt. Deze keuzen sluiten meer aan bij de in de sector gebruikelijke percentages. Voorts zijn de (des)investeringsprogramma's opnieuw beoordeeld. Hierbij zijn de programma's voor nieuwbouw en verkoop fors naar beneden bijgesteld op basis van de realisaties van corporaties in de afgelopen jaren.

Een belangrijke uitbreiding van het model is dat beter rekening kan worden gehouden met het gedrag van corporaties in relatie tot de eigen financiële continuïteit. Aan de gedragshypothesen ligt een onderzoek onder corporaties naar het financiële gedrag ten grondslag². In het onderzoek is gebleken dat corporaties met een te gering eigen vermogen er naar streven om het vermogen te laten stijgen. Als ondergrens voor het eigen vermogen hanteren veel corporaties het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen om daarmee bij de beoordeling van het Fonds A-corporatie te worden, respectievelijk te blijven. Om dit te realiseren trachten de betreffende corporaties in de eerste plaats meer woningen te verkopen. Als dat onvoldoende is, worden er in de plaats van huurwoningen koopwoningen gebouwd. Corporaties die naar eigen inzicht over voldoende eigen vermogen beschikken, blijken over het algemeen de verkoop van huurwoningen te matigen.

¹ Dr. J.B.S. Conijn, ir. J.P. Neele en drs. A.G. Wolters: 'Risicoanalysemodel, Achtergrondinformatie bij het Centraal Fondsmodel', juli 2002, RIGO/OTB

² Dr. J.B.S. Conijn en mevrouw drs. M. Alles: 'Financieel gedrag woningcorporaties', november 2002, RIGO

Afhankelijk van het gebruik dat met het model wordt gemaakt, kan voor een deterministische dan wel een stochastische benadering worden gekozen. In het eerste geval hebben de macro-economische parameters vaste waarden, zodat de onzekerheid buiten beschouwing blijft. In het tweede geval is het in het model mogelijk rekening te houden met onzekerheden.

Onzekerheden in het model kunnen vanuit twee invalshoeken worden gezien:

- De onzekerheden over het verloop van de toekomstige kasstromen en de gevolgen die dat heeft voor de mogelijke spreiding van de diverse posten die worden berekend
- De onzekerheid over de hoogte van de bedrijfswaarde van de woningen, op basis waarvan een onzekerheidsmarge in mindering kan worden gebracht op de bedrijfswaarde.

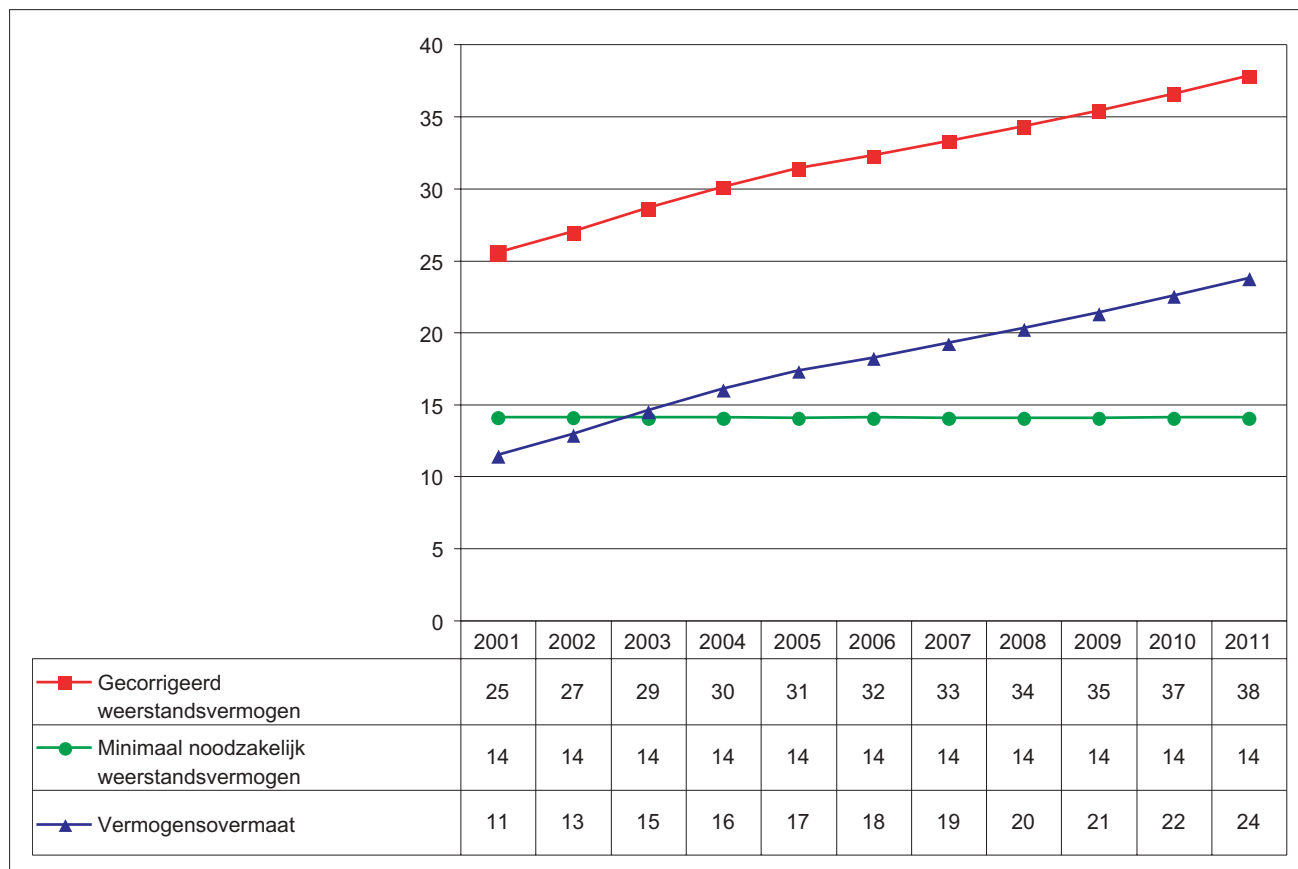
Beide benaderingen zijn verschillend en vullen elkaar aan. De eerste benadering heeft betrekking op het feit dat de toekomstige kasstromen van een corporatie onzeker zijn. Voor zover de onzekerheid voortvloeit uit het onzekere verloop van externe, niet beïnvloedbare macro-economische grootheden, zoals de rente en de inflatie, wordt hiermee via de eerste benadering rekening gehouden. Het resultaat is een bandbreedte van de toekomstige kasstromen, die over het algemeen breder wordt, naarmate verder in de toekomst wordt gekeken. Bij de tweede benadering staat de onzekerheid van de bedrijfswaarde centraal. De bedrijfswaarde van het woningbezit wordt berekend op basis van veronderstellingen over onder meer het verloop van de huuropbrengsten en de exploitatielasten. Dit verloop is ook onzeker. Door rekening te houden met bandbreedtes waarbinnen de parameters waarop de bedrijfswaarde is gebaseerd, zich naar verwachting bevinden, kan inzicht worden verkregen in de mate van onzekerheid van de bedrijfswaarde. Deze onzekerheid over de hoogte van de bedrijfswaarde wordt gebruikt om in de beoordelingssystematiek van het Fonds de bedrijfswaarde met een bepaalde onzekerheidsmarge te verlagen.

1.3 Prognose weerstandsvermogen en vermogensovermaat Nederland tot en met 2011

De vermogensovermaat is een begrip dat wordt gehanteerd bij de analyse of een corporatie over voldoende weerstandsvermogen beschikt. Het meerdere aan weerstandsvermogen boven hetgeen minimaal noodzakelijk is voor de financiële continuïteit, wordt aangeduid als vermogensovermaat. Het gaat hierbij niet om overtollig vermogen, ofwel vermogen dat binnen de volkshuisvestingssector niet nodig is. Met de overmaat wordt juist de financiële ruimte aangegeven voor extra inzet in bijvoorbeeld de vernieuwings- en herstructureringsopgave. Hierbij is van belang dat corporaties de financiële consequenties van die opgave nog slechts in zeer beperkte mate in hun prognoses hebben opgenomen.

In grafiek 1.1 is de ontwikkeling van het gecorrigeerd en minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen weergegeven en als resultante daarvan de vermogensovermaat. Ter vergelijking zijn de gerealiseerde cijfers over 2001 vermeld. De voor de prognose gehanteerde uitgangspunten en parameters zijn weergegeven in bijlage 1 van de achtergrondrapportage. Ten aanzien van het (des)investeringsprogramma is voor de nieuwbouw uitgegaan van een productie van gemiddeld 14.000 woningen per jaar, voor de verkoop aan bewoners gemiddeld 12.000 woningen per jaar en voor het aantal te verbeteren woningen jaarlijks 72.000.

Grafiek 1.1: Vermogensovermaat zonder gedragshypothesen (in procenten)



Uit de grafiek blijkt dat het gecorrigeerd weerstandsvermogen stijgt van 27% in 2002 tot 38% van het balans-totaal in 2011. Doordat het minimaal noodzakelijk vermogen als percentage gelijk blijft, stijgt de vermogens-overmaat eveneens met 11%, namelijk van 13% in 2002 naar 24% in 2011, ofwel van bijna € 12 miljard in 2002 naar ruim € 23 miljard in 2011.

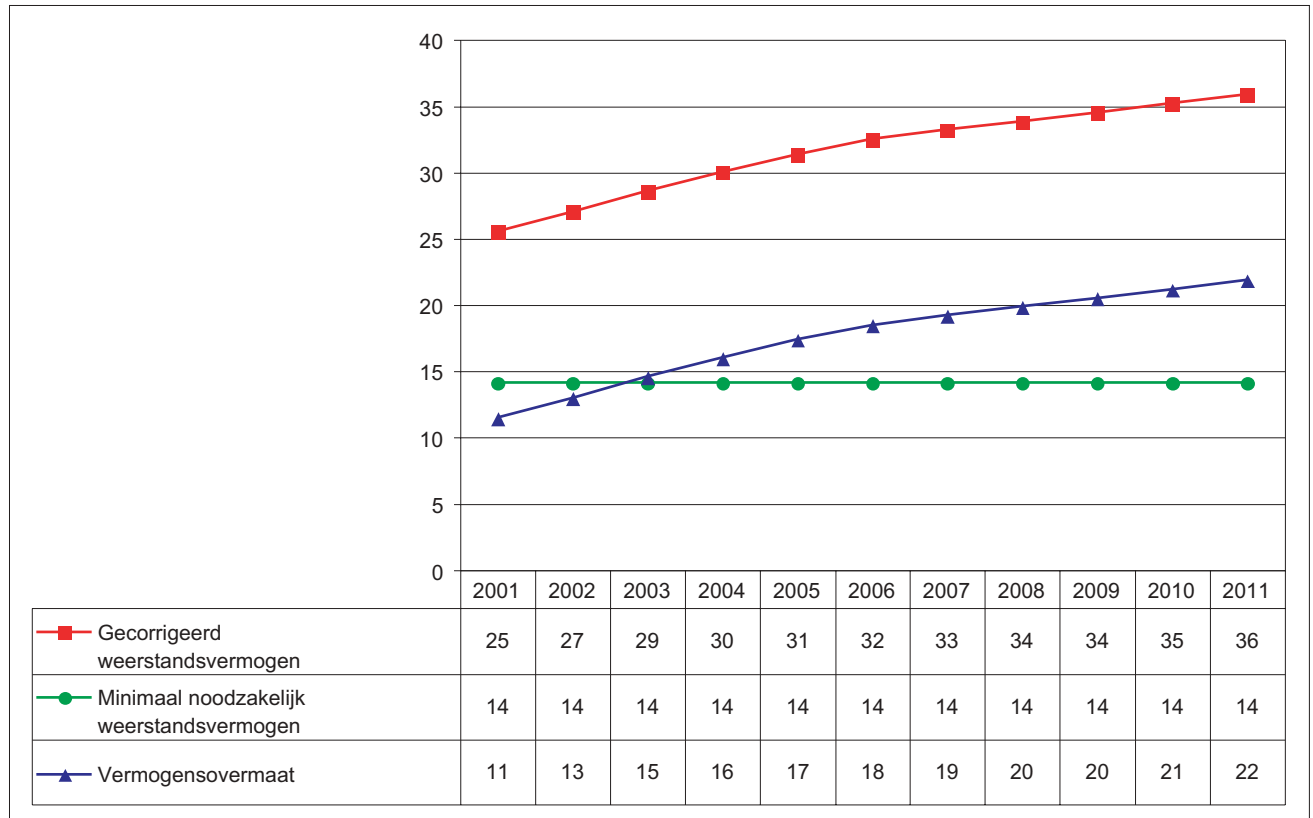
1.4 Gevoeligheid huurontwikkeling, verkoop en nieuwbouw

Uit de uitgevoerde gevoeligheidsanalyses blijkt dat beleidswijzigingen van corporaties in het huurbeleid en aanpassingen van nieuwbouw en verkoopprogramma's grote effecten hebben op de ontwikkeling van de vermogens-overmaat. In de basisvariant is een inflatievolgend huurbeleid verondersteld. Er is derhalve geen rekening gehouden met de in de miljoenennota aangekondigde aanpassingen van het huurbeleid en de individuele huursubsidie. Een verlaging van de huurstijging met 0,5% in de jaren 2004 tot en met 2011 ten opzichte van de basiswaarde levert aan het einde van de beschouwde periode een verlaging van de overmaat op van 6% van het balanstotaal, ofwel € 6 miljard. Een procent hogere huurstijging laat de overmaat toenemen met 9% in 2011, of € 9 miljard.

Het effect van qua aantal gelijke wijzigingen in de programma's voor verkoop en nieuwbouw op de financiële positie is neutraal. Bij een gelijk aantal woningen wordt, gemiddeld genomen, het negatieve effect van het onrendabel deel van de investering in een nieuwbouwwoning derhalve goedge maakt door het resultaat uit de verkoop van een woning. Financieel gezien kan, abstraherend van andere aspecten die het realiseren van nieuwbouw en verkoop mogelijk maken, worden geconcludeerd dat grotere nieuwbouw- en verkoopprogramma's kunnen worden gerealiseerd, zonder dat de vermogenspositie wordt aangetast.

In grafiek 1.2 is de ontwikkeling van de vermogensovermaat voor geheel Nederland weergegeven, rekening houdend met de veronderstelde gedragshypothesen.

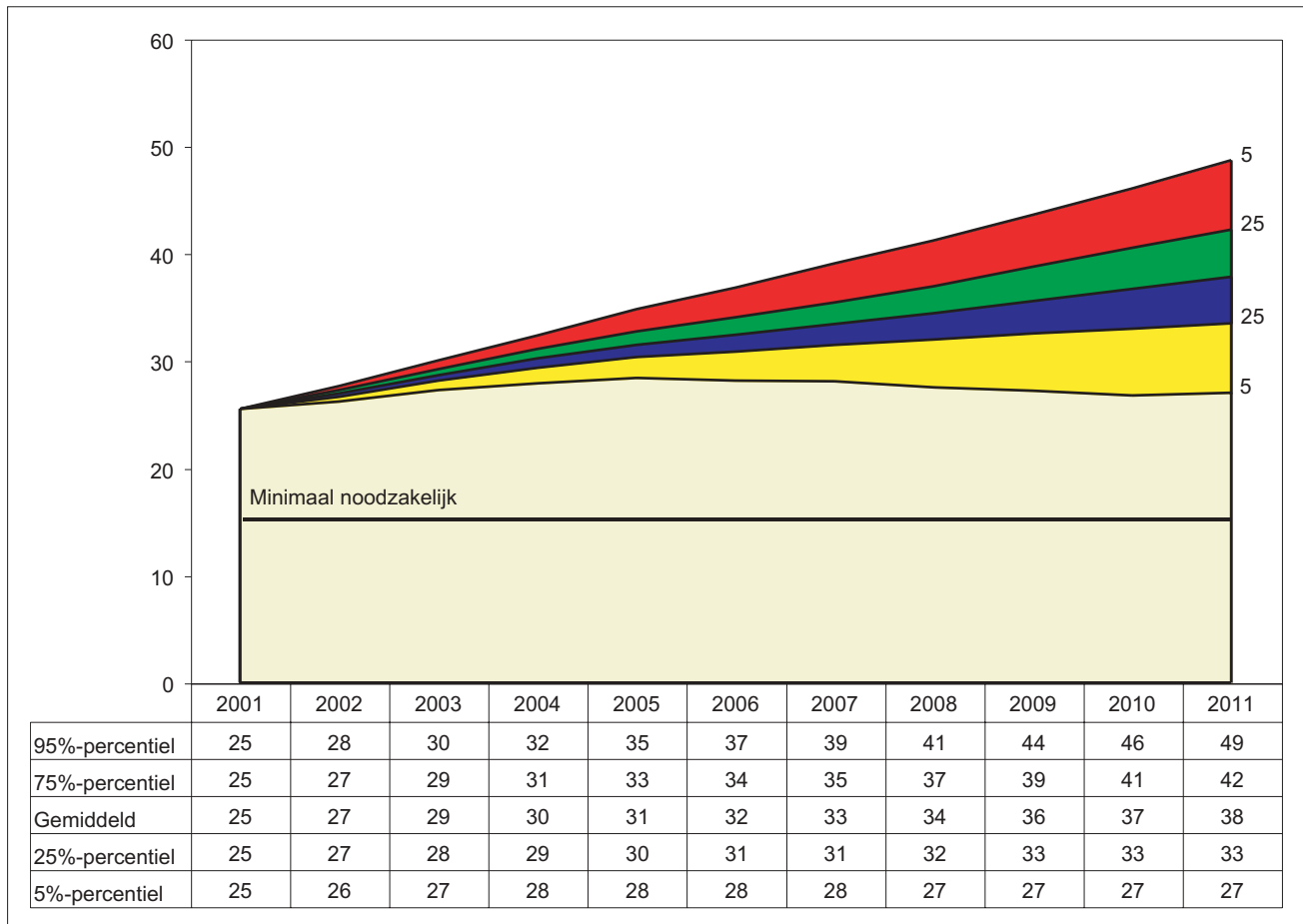
Grafiek 1.2: Vermogensovermaat met gedragshypothesen (in procenten)



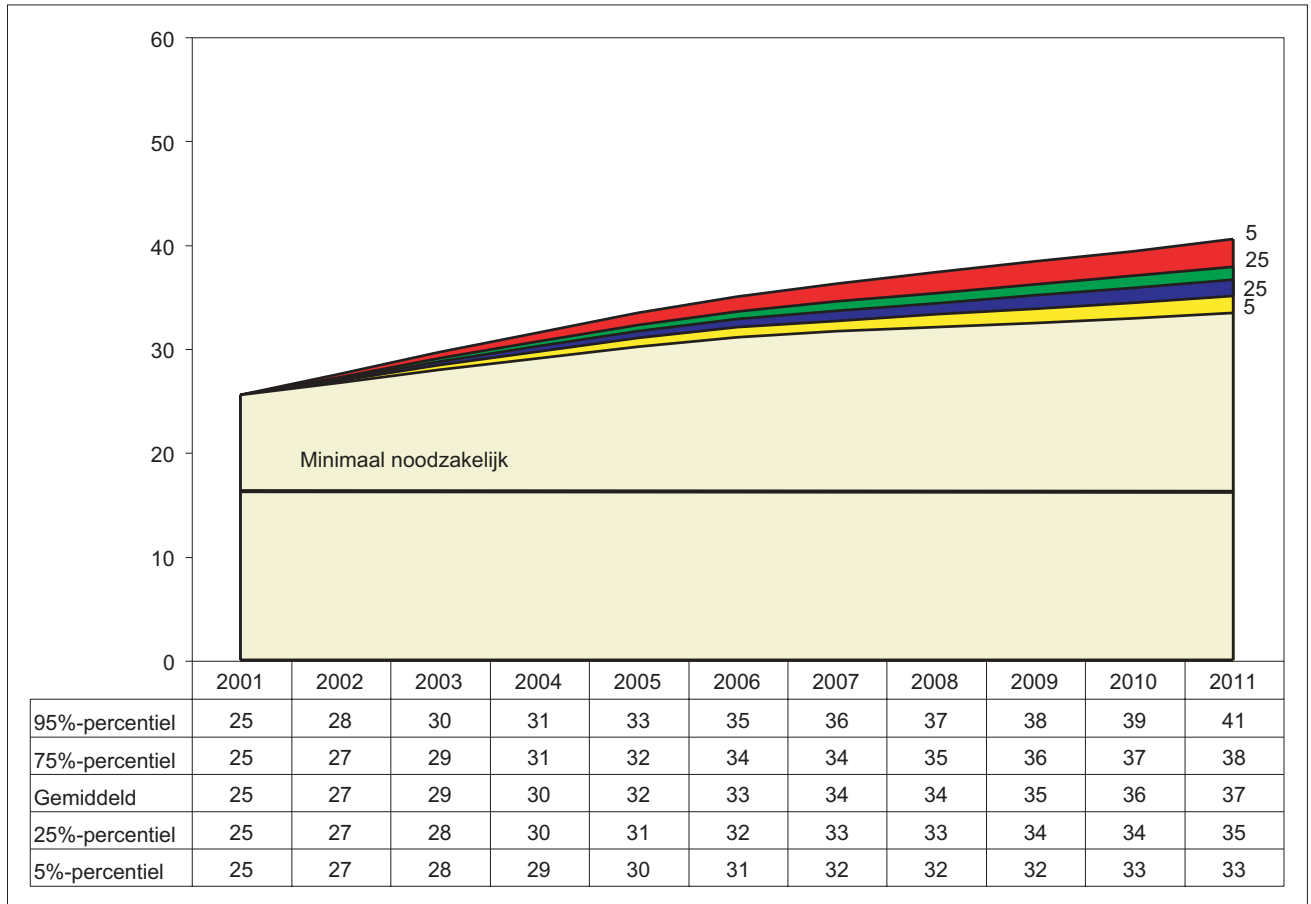
Als gevolg van de gedragshypothesen komt de vermogensovermaat voor geheel Nederland in 2011 2% lager uit. Dat komt neer op € 2 miljard. De belangrijkste reden hiervoor is, dat er op basis van het veronderstelde gedrag minder woningen zullen worden verkocht. Dit komt sterker tot uitdrukking in de financieel sterkere dan de zwakkere regio's. Voor de tien sterkste regio's daalt de overmaat in 2011 als gevolg van het veronderstelde gedrag van 44,2% naar 42,9%. De verkopen dalen in de prognoseperiode van 8.700 woningen (4,4% van het aantal woningen in deze regio's) naar 5.900 woningen (2,9%). In de tien zwakste regio's daalt de overmaat in lichte mate, namelijk van 14,5% naar 14,2%. De verkopen dalen van 68.200 woningen (6,2% van het aantal woningen in deze regio's) naar 63.000 woningen (5,7%).

In de grafieken 1.3 en 1.4 is, respectievelijk zonder en met gedragshypothesen, de spreiding en kansverdeling van de ontwikkeling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen tot en met 2011 weergegeven.

Grafiek 1.3: Spreiding en kansverdeling gecorrigeerd weerstandsvermogen tot en met 2011 (stochastisch) zonder gedragshypothesen (in procenten)



Grafiek 1.4: Spreiding en kansverdeling gecorrigeerd weerstandsvermogen tot en met 2011 (stochastisch) met gedragshypothesen (in procenten)



Beide grafieken laten zien dat de afwijkingen ten opzichte van het gemiddelde groter worden naarmate verder in de toekomst wordt gekeken. De onzekerheid neemt in de tijd immers toe. Uit grafiek 1.3 (ontwikkeling zonder gedragshypothesen) blijkt dat er een kans van 5% (95% en 5%-percentiel) bestaat dat het gecorrigeerd weerstandsvermogen in 2011 11% (van het balanstotaal) afwijkt van het gemiddelde. Kijkend naar de periode van vijf jaar, de periode die het Fonds in het kader van de individuele beoordeling van corporaties toepast, is de afwijking aanmerkelijk lager, namelijk 4% c.q. 5%. Op basis van het veronderstelde gedrag van corporaties zijn de afwijkingen ten opzichte van het gemiddelde aanmerkelijk kleiner, zoals blijkt uit grafiek 1.4. De kans op een afwijking van 5% komt nu uit op slechts 4% in 2011 en 2% in 2006. Geconcludeerd kan worden dat de macro-economische onzekerheid van de ontwikkeling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen gering is, zeker wanneer de tijdshorizon van vijf jaar in ogenschouw wordt genomen, alsmede, indien wordt uitgegaan van het veronderstelde gedrag.

Met de rapportage 'Het vermogen en de opgave van woningcorporaties: spanning tussen behoefte en middelen' van 3 juni 2002 heeft het Centraal Fonds het begrip 'vermogensovermaat' geïntroduceerd. Gebleken is dat het begrip 'vermogensovermaat' verkeerd kan worden uitgelegd. Alsof er sprake zou zijn van overtollige middelen die in de sector niet nodig zijn. Uiteraard is niets minder waar, zoals ook blijkt uit de door het Fonds in de afgelopen jaren uitgebrachte toezichtrapportages. Ook bij de behandeling van bovengenoemde rapportage in de vergadering van de Vaste Kamercommissie van VROM van 25 juni 2003 is de vraag gesteld of het begrip overmaat wel de meest juiste is. De gemaakte opmerkingen zijn voor het Fonds aanleiding geweest het begrip vermogensovermaat te heroverwegen. Daartoe zijn ook aanduidingen van andere actoren in de sector overwogen.

Van Dale omschrijft overmaat als "vollere maat dan nodig is". En dat is precies wat het Fonds bedoelt: een vollere maat dan nodig is om de financiële continuïteit te waarborgen. Het is niet relevant waarvoor de overmaat kan worden gebruikt. Dat moet in de begripsaanduiding ook niet tot uitdrukking worden gebracht. De bestemmingen kunnen voor woningcorporaties immers velerlei zijn. Het Fonds is dan ook van mening dat het begrip 'vermogensovermaat' het best de lading dekt. Een andere reden om het begrip niet te wijzigen is, dat het begrip overmaat reeds is ingeburgerd in corporatieland. Ook de VromRaad gebruikt het begrip in zijn aan de minister uitgebrachte advies van 5 september 2003.

Met het begrip vermogensovermaat wordt het weerstandsvermogen van corporaties aangeduid voor zover dit meer is dan het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen dat aanwezig moet zijn voor het waarborgen van de financiële continuïteit. Het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen is gebaseerd op een, volgens de normen van het Fonds, vastgesteld risicoprofiel van de corporatie. De wijze waarop het risicoprofiel wordt bepaald, wordt jaarlijks aan de corporaties en overige belanghebbenden verstrekt door middel van de 'Methodiek financiële beoordeling'. Daarin zijn ook de normen voor de risicofactoren opgenomen. De overmaat wordt vastgesteld door het gecorrigeerd weerstandsvermogen (dat is het door corporaties aan het Fonds opgegeven vermogen, gecorrigeerd voor de door de corporaties opgegeven bedrijfswaarde, onder aftrek van een bedrag in verband met onzekerheid) te verminderen met het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen.

In paragraaf 2.1 wordt het algemene kader aangegeven voor de inzet van de vermogensovermaat. In paragraaf 2.2 worden de uitkomsten van het gecorrigeerd weerstandsvermogen en de borgingsruimte volgens de normen van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw in twee varianten gegeven bij een volledige inzet van de vermogensovermaat voor onrendabel. Paragraaf 2.3 laat vervolgens het effect van de inzet zien op het aantal te bouwen nieuwbouwwoningen. Paragraaf 2.4 laat op basis van de risicoanalyse de spreiding van de ontwikkeling van de vermogensovermaat zien. De vermogensovermaat van de tien zwakste regio's is in paragraaf 2.5 weergegeven.

2.1 Beschikbaarheid vermogensovermaat

In dit hoofdstuk wordt een antwoord gegeven op de vraag of de vermogensovermaat kan worden ingezet voor de volkshuisvestelijke taken. Daarbij wordt de sector als geheel beschouwd. De grote verschillen in de omvang van de vermogensovermaat bij afzonderlijke corporaties en de gevolgen die dit kan hebben voor de inzet van de vermogensovermaat (het 'matchingsvraagstuk'), komen derhalve niet aan bod.

De vraag over de beschikbaarheid van de overmaat heeft betrekking op het feit dat de vermogensovermaat niet zonder meer direct beschikbaar is. Het merendeel van de vermogensovermaat zit immers in het woningbezit. Het is de bedrijfswaarde van de woningen die een belangrijke bijdrage levert aan de hoogte van het gecorrigeerd weerstandsvermogen. De in eerste instantie voor de hand liggende optie om de vermogensovermaat beschikbaar te krijgen, is het verkopen van woningbezit. Corporatiebeleid en marktomstandigheden zijn bepalend of en zo ja, in welke mate daarvan gebruik kan worden gemaakt. Een uitwerking van deze mogelijkheid blijft in dit hoofdstuk buiten beschouwing.

Een belangrijke mogelijkheid om de vermogensovermaat te mobiliseren, kan worden bereikt door het aantrekken van extra geldleningen. Daarvoor kan gebruik worden gemaakt van de overwaarde van het woningbezit, die tot uitdrukking komt in de financieringsruimte. Extra leningen impliceren extra rentelasten. Hiermee wordt met een duidelijk dat de inzet van de vermogensovermaat een prijs kent. Hierbij is het feitelijk niet van belang of de inzet via leningen tot stand komt, dan wel via het interen op financiële beleggingen of liquiditeiten bij de bank. In het laatste geval is er sprake van een derving van rente-inkomsten. In de hiernavolgende weergegeven analyse is verondersteld dat de corporatie de vermogensovermaat via extra leningen inzet.

De beschikbaarheid van de vermogensovermaat wordt beoordeeld op basis van de gevolgen die ontstaan voor de vermogenspositie. De inzet is in principe mogelijk indien en voor zover de vermogenspositie niet lager wordt dan het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen. Verder is bij de inzetbaarheid van de vermogensovermaat de borgingsruimte, gebaseerd op bedrijfswaarde, volgens het Waarborgfonds Sociale Woningbouw van belang. Het aantrekken van extra leningen is, voor deelnemers van het Waarborgfonds, immers alleen mogelijk als de borgingsruimte daartoe de mogelijkheden biedt.

De in dit rapport berekende borgingsruimte is berekend door de ongecorrigeerde bedrijfswaarde van het Fonds te verminderen met de rentabiliteitswaarde van de langlopende leningen, verhoogd met 5%. De bedrijfswaarde die het Fonds toepast, verschilt van die van het Waarborgfonds. Het Fonds gaat uit van de door de corporaties opgegeven bedrijfswaarde, die vervolgens op enige onderdelen wordt gecorrigeerd. Het Waarborgfonds schrijft voor een deel van de componenten van de bedrijfswaarde normen voor. Vergelijking met de bedrijfswaarde van het Waarborgfonds laat zien dat de gemiddelde waarde per woning beperkt afwijkt van die van het Fonds. Met name als gevolg van de door het Fonds, vanuit het voorzichtigheidsprincipe, toegepaste aftrekposten op de bedrijfswaarde, ligt de borgingsruimte van het Waarborgfonds € 1.500,- per woning hoger dan de ruimte die in dit rapport is gepresenteerd.

2.2 Inzet vermogensovermaat onrendabel deel van investeringen

De inzet van de vermogensovermaat gaat gepaard met keuzes waarvoor de middelen aangewend kunnen worden. Over de keuzes wordt geen uitspraak gedaan. Niet *hoe* de middelen ingezet kunnen worden, maar *dat* de middelen ingezet kunnen worden staat centraal. Het Fonds spreekt zich derhalve niet uit over de omvang van nieuwbouw, woningverbetering, sloop en verkopen. De uitgewerkte varianten zijn bedoeld om deze mogelijkheid te illustreren, niet om richting te geven aan de inzet van de vermogensovermaat.

Er zijn verschillende mogelijkheden om de vermogensovermaat in te zetten. De wijze waarop de vermogensovermaat wordt ingezet heeft uiteraard consequenties voor de omvang en het verloop van de vermogenspositie. In eerste instantie wordt verondersteld dat de vermogensovermaat uitsluitend onrendabel wordt ingezet. Hierbij zijn twee varianten onderscheiden: variant 1 met een eenmalige inzet van de ultimo 2003 beschikbare overmaat van € 13,3 miljard in 2004 en variant 2 met een inzet van € 2,5 miljard per jaar gedurende zes jaar.

In de eerste variant daalt het gecorrigeerd weerstandsvermogen in 2004 tot licht boven het minimaal noodzakelijk vermogen van 14,1%, geleidelijk toenemend tot ruim 2% hierboven in 2011. In de tweede variant daalt het weerstandsvermogen geleidelijk tot een niveau van bijna 3% boven het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen in 2011.

De uitkomsten laten zien dat de vermogensovermaat door de corporaties kan worden ingezet. Het feit dat de overmaat momenteel in de woningen zit, doet daar niets aan af. Door extra leningen af te sluiten, kan het beschikbare vermogen liquide worden gemaakt. Hierdoor ontstaan weliswaar extra rentelasten, maar deze extra lasten kunnen worden gedekt uit de lopende exploitatie. Dit is mogelijk doordat het gecorrigeerd weerstandsvermogen is bepaald op basis van de bedrijfswaarde van de woningen. Deze waarde is de contante waarde van de toekomstige kasstromen. De discontovoet, die hierbij wordt gebruikt, is in principe gelijk aan het te verwachten rendement. Dit rendement van het gecorrigeerd weerstandsvermogen biedt daarmee de mogelijkheid de extra rentelasten te dekken. Waar in de basisvariant het rendement over het gecorrigeerd weerstandsvermogen leidt tot een stijging van het weerstandsvermogen, wordt bij een inzet van de vermogensovermaat dit rendement in feite gebruikt om de extra rentelasten te kunnen bekostigen.

Om de inzet van de vermogensovermaat via extra leningen te kunnen realiseren, is het nodig dat de borgingsruimte daarvoor aanwezig is. Bij nieuwe activiteiten hanteert het Waarborgfonds als ondergrens voor de borgingsruimte dat het eigen vermogen op basis van bedrijfswaarde niet mag dalen onder de grens van 5% van het lang vreemd vermogen. Uit grafiek 2.1 blijkt dat in de basisvariant de sector als geheel binnen het werkingsgebied van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw de benodigde externe financieringsmiddelen kunnen aantrekken. Dit is ook het geval in de overige varianten.

Grafiek 2.1: Borgingsruimte tot en met 2011 bij inzet vermogensovermaat onrendabele investeringen (x € 1 miljard)



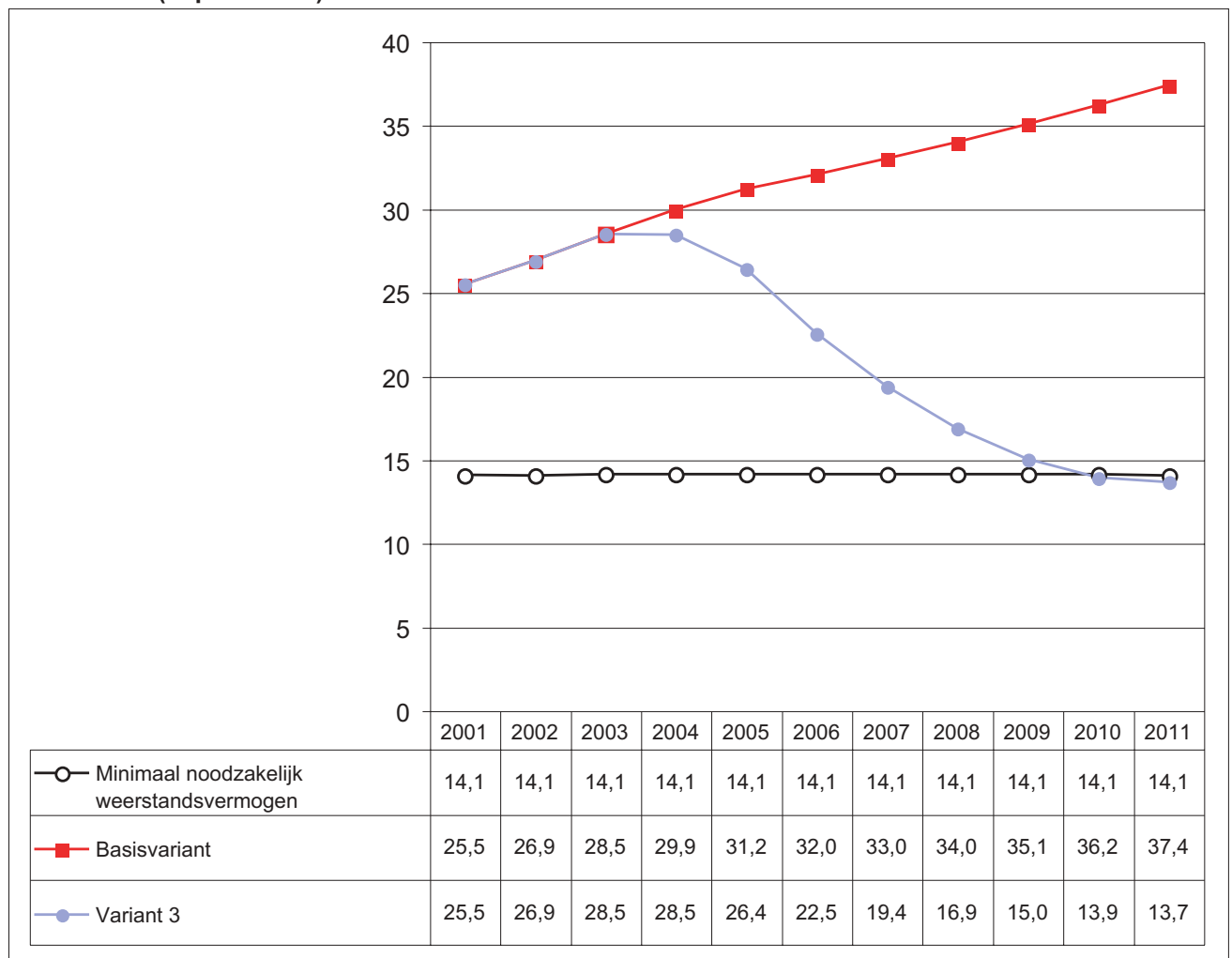
De uitkomsten ten aanzien van de borgingsruimte laten zien dat de grens die het Waarborgfonds hanteert op sectorniveau geen beletsel vormt voor de inzet van de vermogensovermaat. Deze uitkomst is niet verwonderlijk. Het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen is immers als ondergrens gebruikt voor de inzet van de vermogensovermaat. Deze grens ligt voor de sector op 14,1% van het balanstotaal en ligt hoger dan de grens die het Waarborgfonds hanteert om nog in aanmerking te komen voor borging van leningen.

2.3 Inzet vermogensovermaat via nieuwbouw van woningen

De vermogensovermaat volledig onrendabel inzetten is een extreme variant. Deze variant geeft wel een goed inzicht in de mogelijkheden van de vermogensovermaat, maar is niet realistisch. In de praktijk ligt een inzet via investeringsactiviteiten, die deels onrendabel zijn meer voor de hand. Wanneer een (groot) deel van de inzet van de vermogensovermaat rendabel is, zal de vermogensovermaat minder snel dalen dan wanneer de inzet volledig onrendabel is. Het rendabele deel zal immers rendement genereren en dit rendement zal een positieve bijdrage leveren aan het gecorrigeerd weerstandsvermogen.

Om de mogelijkheden van de inzet van de vermogensovermaat voor het doen van extra investeringen te illustreren, is een variant opgesteld met extra nieuwbouw van huurwoningen. De beschikbare overmaat is bepalend geweest voor de omvang van de extra nieuwbouw en is zo hoog vastgesteld als de vermogensovermaat toelaat. Grafiek 2.2 laat het verloop van het gecorrigeerd weerstandsvermogen zien bij deze veronderstelde stijging van de nieuwbouwproductie van 240.000 woningen in de periode 2004 toe en met 2011. In huidige prijzen gaat het hierbij om een totaalinvestering van € 32 miljard.

Grafiek 2.2: Gecorrigeerd weerstandsvermogen tot en met 2011 bij extra nieuwbouw van huurwoningen (in procenten)



Uit de grafiek blijkt dat het gecorrigeerd weerstandsvermogen als percentage van het gecorrigeerd balanstotaal gestaag daalt tot iets onder het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen in 2010/2011. Is daarmee het programma te omvangrijk? Bedacht dient te worden dat in de weergegeven periode een zeer forse extra stijging van de woningvoorraad van corporaties is verondersteld van 240.000, ofwel 10% van de totale woningvoorraad in de sociale huursector. De totale productie komt daarmee in de jaren 2004 tot en met 2011 op 352.400 woningen, ofwel gemiddeld 44.000 per jaar. Een extra toename van de productie biedt tevens ruime mogelijkheden om aanzienlijk meer woningen te verkopen. Als dit gebeurt, waarmee in de berekeningen geen rekening is gehouden, zal de daling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen als gevolg van de verkopen tijdig omgeboegen kunnen worden.

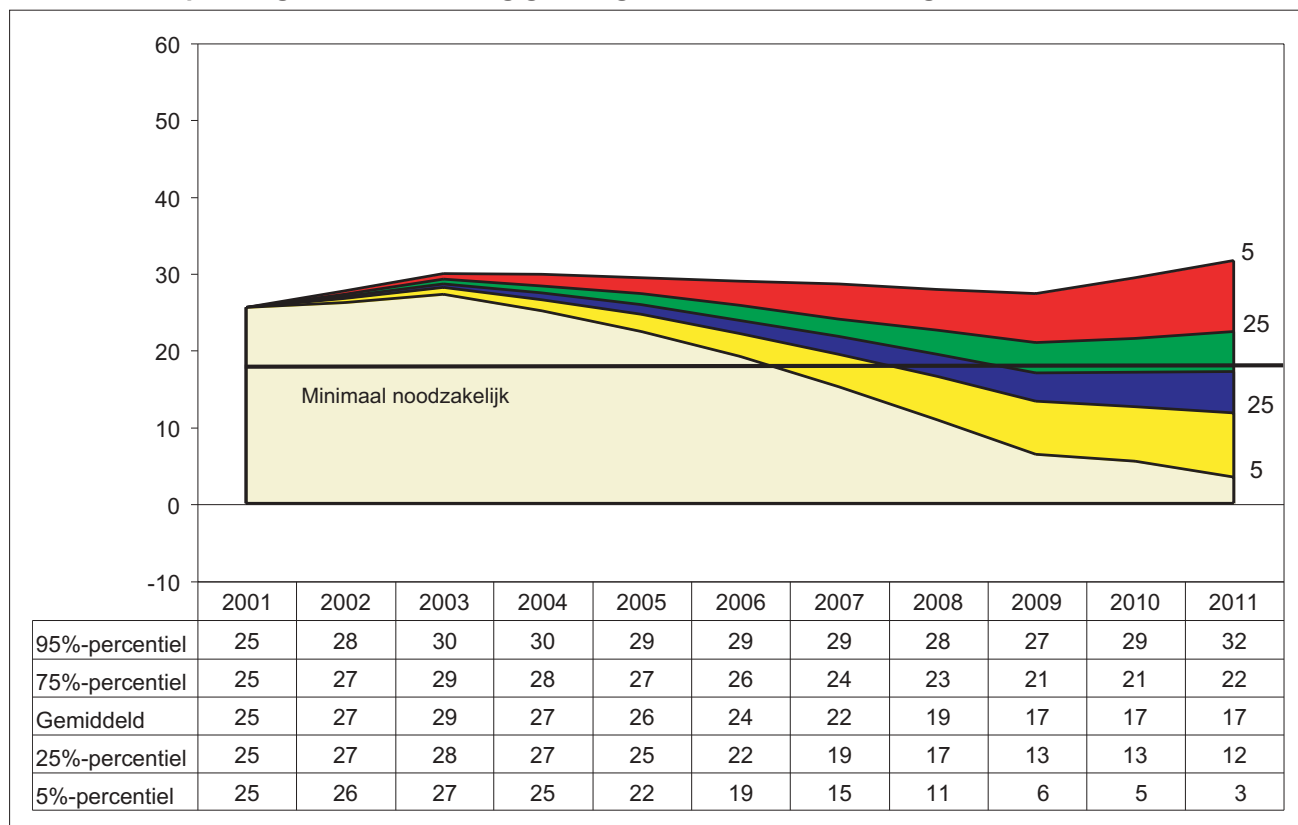
Gelet op de beschikbare borgingsruimte vormt de extra nieuwbouw van dit aantal huurwoningen geen probleem. De borgingsruimte daalt wel, maar aan het einde van de beschouwde periode resteert nog bijna € 13 miljard aan borgingsruimte.

2.4 Onzekerheidsmarges bij inzet vermogensovermaat

Het verloop van het gecorrigeerd weerstandvermogen is per definitie niet zeker. De ontwikkelingen kunnen mee- of tegenvallen. Het risicoanalysemodel houdt via een stochastische analyse rekening met een aantal belangrijke externe onzekerheden, dat door de woningcorporatie niet te beïnvloeden is. Dit leidt tot een spreiding in de hoogte van het gecorrigeerd weerstandsvermogen. Als de vermogensovermaat geheel of gedeeltelijk wordt ingezet, is het van belang om te bezien hoe de spreiding van het gecorrigeerd weerstandsvermogen zich in dat geval naar verwachting zal ontwikkelen.

In grafiek 2.3 is de spreiding en daarbij behorende kansverdeling weergegeven van de variant waarin is verondersteld dat vanaf 2004 gedurende zes jaar € 2,5 miljard onrendabel wordt ingezet.

Grafiek 2.3: Spreiding en kansverdeling gecorrigeerd weerstandsvermogen variant 2 tot en met 2011



De spreiding neemt toe naarmate meer in de toekomst wordt gekeken. Zoals uit de grafiek blijkt is er in deze variant een kans van slechts 5%, dat het gecorrigeerd weerstandsvermogen pas in 2007 daalt tot onder het minimaal noodzakelijk vermogen.

De conclusies van de uitkomst voor de inzetbaarheid van deze variant zijn afhankelijk van de wijze waarop deze onzekerheid wordt beoordeeld. Er zijn enkele overwegingen om in de kans dat in de verdere toekomst het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen wordt onderschreden, geen beletsel te zien vanuit het oogpunt van de gewenste financiële continuïteit om de vermogensovermaat in dit geval gefaseerd in te zetten. In de eerste plaats kan enkele jaren worden afgewacht hoe de vermogenspositie zich daadwerkelijk ontwikkelt.

Als het gunstige scenario zich blijkt voor te doen, is er geen reden tot aanpassing van het beleid. Mocht de ontwikkeling daarentegen ongunstig zijn, dan kan alsdan een beleid worden gevoerd, waardoor de vermogenspositie zich alsnog ten goede keert. Zelfs als dat niet op korte termijn zou lukken, is er voldoende buffer aanwezig. In de eerste plaats vormt het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen een buffer om tegenvallende ontwikkelingen op te vangen. Bovendien levert de onzekerheidsmarge waarmee de bedrijfswaarde is vermindert ook nog een buffer op.

Naarmate de vermogensovermaat voor een groter deel wordt ingezet, neemt de kans toe dat het gecorrigeerd weerstandsvermogen in de toekomst daalt tot onder het niveau dat minimaal noodzakelijk is. Er is ook een kans dat dit vermogen negatief wordt. Omdat deze mogelijkheden zich in de toekomst kunnen voordoen maar er ook een grote kans is dat het vermogen zich gunstig ontwikkelt, behoeft dit de inzet van de vermogensovermaat niet in de weg te staan. Dit is te meer het geval omdat het beleid aangepast kan worden als dat nodig blijkt te zijn. Niettemin zouden er normen aangelegd kunnen worden, die de inzet van de vermogensovermaat begrenzen. Hierbij zou gedacht kunnen worden aan de norm dat het gecorrigeerd weerstandsvermogen in een prognoseperiode van tien jaar slechts met een kans van niet groter dan 5% negatief wordt. Deze kans is betrekkelijk laag en de periode biedt voldoende tijd om tijdig corrigerende maatregelen te nemen als de ontwikkeling daartoe aanleiding geeft.

2.5 Vermogensovermaat tien zwakste regio's tot en met 2011

In tabel 2.1 is de ontwikkeling van de vermogensovermaat tot en met 2011 voor de tien zwakste regio's zonder gedragshypothesen weergegeven (gesorteerd van zwak naar minder zwak in 2001).

Tabel 2.1: Vermogensovermaat tien zwakste regio's zonder gedragshypothesen tot en met 2011

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Flevoland	2,2	3,1	4,1	4,9	6,3	6,7	7,0	7,4	7,9	8,4
Centraal Groningen	1,8	1,7	3,1	4,5	5,5	6,0	6,6	7,0	7,9	8,6
Haaglanden	2,9	3,3	3,4	4,2	4,9	5,5	6,1	6,7	7,4	8,1
Stadsregio Rotterdam	3,6	6,3	8,5	10,7	12,5	14,1	15,7	17,4	19,3	21,1
Noord-Kennemerland	5,2	7,9	10,8	14,3	17,8	19,8	21,9	24,0	26,3	28,5
Regionaal Orgaan Amsterdam	6,8	7,7	8,5	8,6	7,2	7,2	7,4	7,6	7,9	8,2
Drechtsteden	6,4	7,9	10,1	12,2	14,2	16,0	18,1	20,4	22,3	24,5
Parkstad Limburg	7,7	9,5	11,0	12,9	14,4	16,2	18,3	20,2	22,2	24,1
Bestuur Regio Utrecht	9,1	11,3	13,0	14,5	15,6	16,8	18,3	20,1	21,8	23,7
Leidse Regio	9,7	10,5	11,3	11,8	12,9	13,2	13,5	13,7	13,8	13,8

Uit tabel 2.1 blijkt dat in de tien zwakste regio's de vermogenspositie van de corporaties verbetert. De mate waarin dit gebeurt, is overigens niet gelijk: in vijf van de tien regio's is de toename van het weerstandsvermogen beperkt. Het aantal woningen dat zich in deze regio's bevindt, is ruim 1,1 miljoen. Dit is een substantieel deel van het totale corporatiebezit van 2,4 miljoen woningen. Die omvang wordt in belangrijke mate bepaald door de vier grote stadsregio's. In hoofdstuk 3 zijn deze regio's nader uitgewerkt.

De vier grote stadsregio's (het Regionaal Orgaan Amsterdam (ROA), de stadsregio Rotterdam (SRR), het Stads-
gewest Haaglanden en het Bestuur Regio Utrecht (BRU)), behoren tot de tien financieel zwakste regio's. Er is in
deze stadsregio's sprake van een relatief beperkte overmaat en een substantiële volkshuisvestelijke opgave in
de komende jaren. In dit hoofdstuk is de inzetbaarheid van de overmaat in deze regio's en de grote steden
uitgewerkt. In paragraaf 3.1 is de overmaat in 2001 en 2006 gepresenteerd, gebaseerd op de door corporaties
opgegeven productieprognoses. De programma's hebben een forse invloed op de ontwikkeling van de vermogens-
overmaat. Voor het vergroten van het inzicht in de gevolgen van aanpassing van programma's zijn drie varianten
uitgewerkt. In paragraaf 3.2 is met behulp van het risicoanalysemodel de ontwikkeling tot en met 2011 gepresen-
teerd op grond van het continueren van de gerealiseerde productie van corporaties in 2001 (stagnatievariant).
De ontwikkeling van de overmaat, gebaseerd op de productieaantallen van de intentieafspraken verstedelijking
op regioniveau van het voorjaar van 2002 tussen VROM en de gemeenten (intentievariant) komt vervolgens in
paragraaf 3.3 aan de orde. In paragraaf 3.4 is een variant uitgewerkt, waarbij de verkopen op een zelfde niveau
zijn gebracht als de productie van nieuwe huurwoningen. De beantwoording van de vraag of de borgingsruimte
een belemmerende factor vormt voor de inzet van de overmaat in de vier grote stadsregio's, is tenslotte in
paragraaf 3.5 beantwoord.

3.1 Vermogensovermaat 2001 en 2006 op grond van productieprognoses corporaties

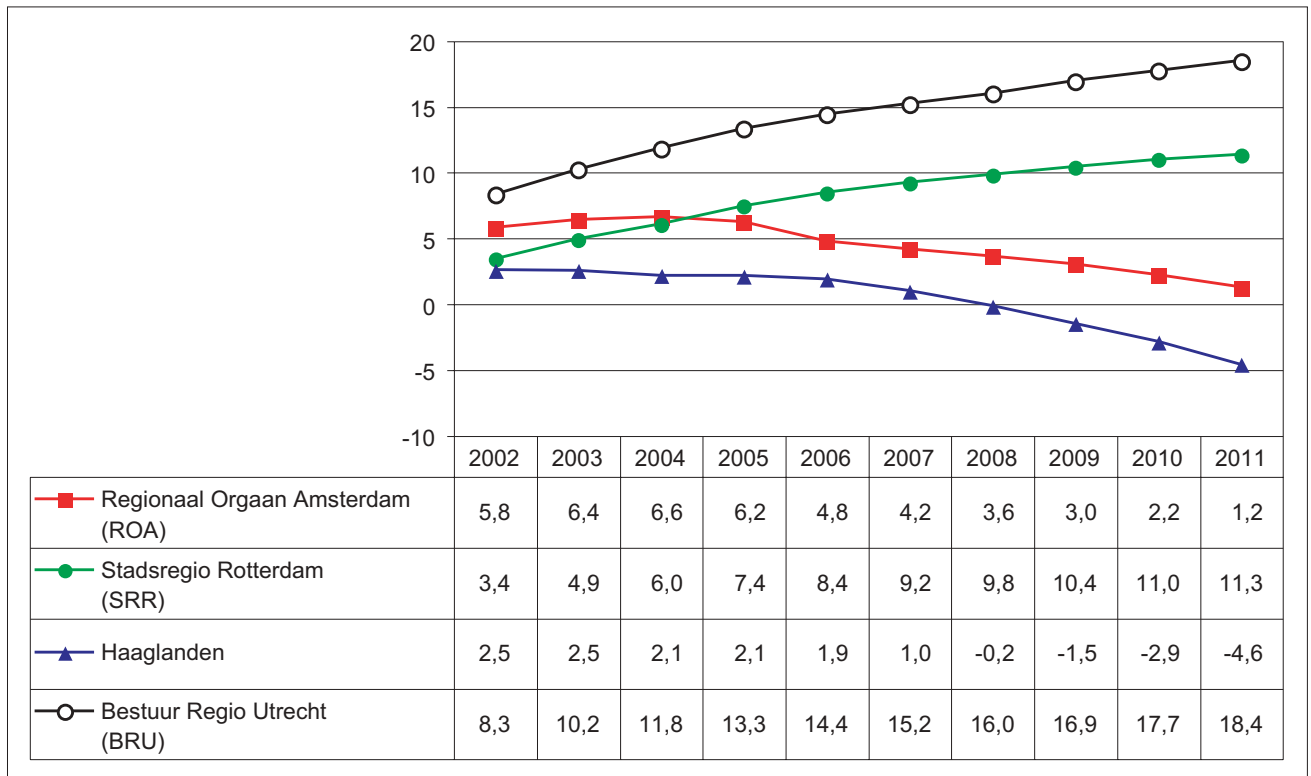
De vier grote stadsregio's hebben ieder voor zich een beperkte vermogensovermaat. Binnen deze regio's is de
vermogensovermaat van corporaties in de grote steden echter aanmerkelijk minder gunstig dan die van de
corporaties in de omliggende gemeenten. In de steden Den Haag, Rotterdam en Amsterdam is in 2001 sprake
van een ondermaat, de gemeente Utrecht laat een beperkte overmaat zien. De overmaat in de subregio's in het
ommeland van de vier grote steden is zodanig dat de ondermaat van de steden wordt gecompenseerd. De
ontwikkeling van de ondermaat tot 2006 komt in de gemeenten Den Haag en Rotterdam positief uit. Ook zonder
compensatie vanuit het ommeland komen de corporaties in deze steden in een positie van een beperkte over-
maat. De gemeente Utrecht groeit door in de richting van het landelijk niveau. De gezamenlijke corporaties in de
stad Amsterdam blijven in 2006 licht negatief.

Uit analyses die zijn uitgevoerd in het kader van onder meer de regiorapportages, blijkt dat de aan het Fonds in
2001 opgegeven productieaantallen veelal optimistisch worden geprognosticeerd en in geen verhouding staan
tot de gerealiseerde gegevens in het voorafgaande jaar. Zo zijn bijvoorbeeld de aantallen te bouwen koop-
woningen, en daarmee dus ook een deel van de berekende inkomsten in de komende jaren, door de corporaties
vaak te hoog geraamd, zeker als deze worden afgezet tegen de geringe realisatie in 2001. Deze inkomsten
kunnen verder onder druk komen te staan als gevolg van de stagnerende markt voor koopwoningen. Datzelfde
geldt voor de geprognosticeerde aantallen te verkopen huurwoningen in de komende jaren. Deze marktsituatie
lijkt sinds 2001 eerder verslechterd dan verbeterd. Over het algemeen is ook de realisatie van nieuwbouw van
huurwoningen en de te slopen woningen, en de daarmee gepaard gaande onrendabele investeringen, fors lager
dan in de prognoses weergegeven. Tegen de achtergrond van de nog steeds voortdurende stagnatie in nieuwbouw
en herstructurering, kunnen vraagtekens worden gezet bij het realiteitsgehalte van deze prognoses. De
volgende paragraaf laat zien hoe de overmaat zich ontwikkelt indien de productie in de komende tien jaar onge-
wijzigd op hetzelfde niveau blijft.

3.2 Vermogensovermaat tot en met 2011 op grond van de gerealiseerde productie van corporaties in 2001

In de stagnatievariant is ervan uitgegaan dat de huidige stagnatie van de productie aanhoudt. De door corpora-
ties in 2001 gerealiseerde productieaantallen zijn gecontinueerd voor de komende tien jaar. Grafiek 3.1 laat de
ontwikkeling van de vermogensovermaat tot en met 2011 zien op basis van deze lage productie.

Grafiek 3.1: Vermogensovermaat stagnatievariant vier grote stadsregio's 2002 tot en met 2011 (in procenten)

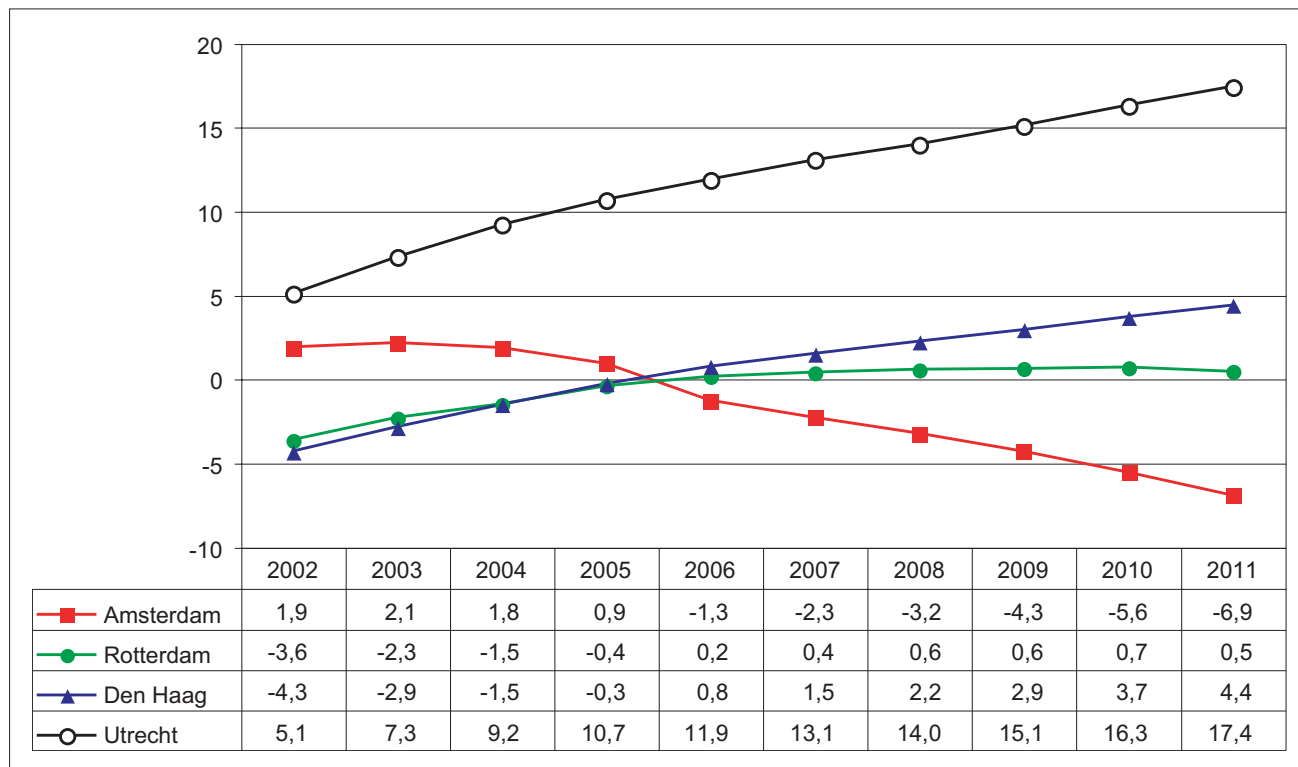


In Haaglanden en het ROA neemt de overmaat voor de regio als geheel af, indien de verhouding tussen de verkopen en nieuwbouw, zoals die in 2001 gerealiseerd zijn, in de komende jaren wordt doorgezet. In deze regio's wreekt zich met name het relatief beperkte aantal te verkopen woningen. De verkopen in Haaglanden zijn slechts ruim 15% van de nieuwbouw van huurwoningen en in het ROA 50%. Indien de verkopen in de komende jaren blijven op het niveau van 2001 en tegelijk een nieuwbouw- en sloopp programma wordt uitgevoerd in een omvang zoals in 2001 is gerealiseerd, daalt de vermogensovermaat in het ROA tot 1,2% en in Haaglanden tot een ondermaat van 4,6%.

De ontwikkelingen in de SRR en het BRU geven een aanmerkelijk gunstiger beeld te zien, alhoewel de achterliggende oorzaken deels verschillen. De positieve ontwikkeling in de SRR is vooral te danken aan de (ook ten opzichte van de drie andere regio's) hogere verkoopaantallen in 2001 (80% van de nieuwbouw). De vermogensovermaat in de SRR neemt dan ook met 7,9% toe tot 11,3% in 2011. Bij het BRU is de gunstige ontwikkeling voor een belangrijk deel een gevolg van de beperkte sloopaantallen in deze regio in 2001. De verkopen liggen op circa 50% van de nieuwbouw van huurwoningen.

De stagnatievariant laat voor de grote steden in de vier grote stadsregio's, met uitzondering van Den Haag, een lagere overmaat zien in 2011 dan de regio's. De oorzaken zijn in het algemeen identiek aan die zijn genoemd voor de gehele regio. Zoals blijkt uit grafiek 3.2 is de daling van de overmaat het sterkst in de stad Amsterdam (met 8,8%). De ontwikkeling in de gemeente Utrecht is ongeveer gelijk aan de regio. De gunstiger positie van Den Haag ten opzichte van de andere steden wordt veroorzaakt doordat de nieuwbouwproductie in Haaglanden voor het grootste deel wordt gerealiseerd in de omliggende regio en niet in de stad.

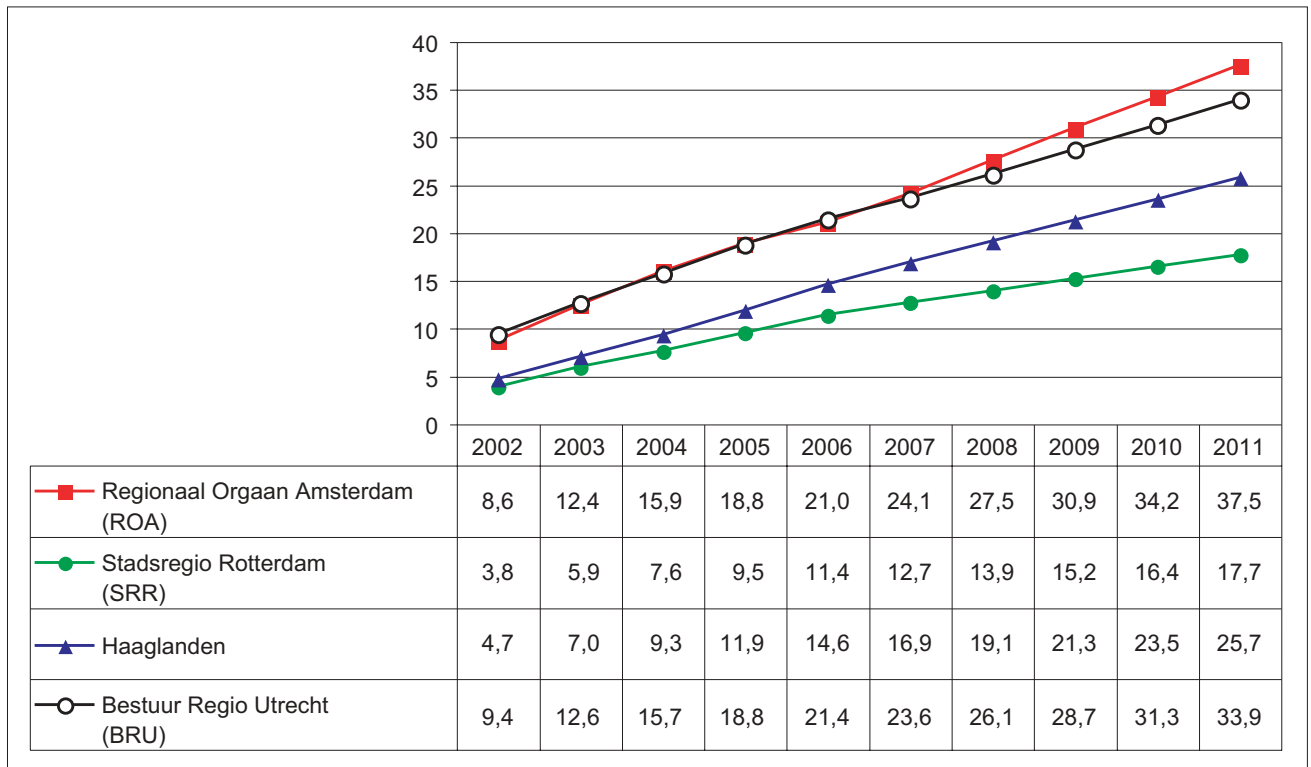
Grafiek 3.2: Vermogensovermaat stagnatievariant vier grote steden 2002 tot en met 2011 (in procenten)



3.3 Vermogensovermaat tot en met 2011 op grond van intentieafspraken VROM en gemeenten

In de intentievariant is uitgegaan van de tussen VROM en de gemeenten afgesproken productieaantallen. De vermogensontwikkeling laat een aanmerkelijk positiever beeld zien dan de stagnatievariant, zoals blijkt uit grafiek 3.3.

Grafiek 3.3: Vermogensovermaat intentievariant vier grote stadsregio's 2002 tot en met 2011 (in procenten)



In alle regio's is de stijging van de vermogensovermaat een gevolg van het hoge aantal te verkopen woningen. Deze liggen, met uitzondering van het BRU, boven het aantal nieuw te bouwen woningen. In het ROA zelfs 2,5 maal het aantal nieuwbouwwoningen (verkoop 4.600 en nieuwbouw 1.800 woningen). Ten opzichte van de stagnatievariant stijgt de overmaat daardoor van 1,2% naar 37,5%. De stijging wordt mede veroorzaakt door de in de intentieafspraken opgenomen relatief forse productie van 3.000 koopwoningen per jaar door corporaties en de hierbij veronderstelde winsten.

Het BRU scoort hoog in de stagnatievariant (vermogensovermaat in 2011 18,4%). In de intentievariant stijgt in de overmaat in het BRU naar 33,9% in 2011. Dat de stijging van de overmaat, in vergelijking met de andere grote stadsregio's beperkt is, wordt veroorzaakt door de lage sloopaantallen in de stagnatievariant (43 woningen per jaar). In de intentievariant wordt uitgegaan van 1.000 te slopen woningen per jaar, hetgeen overigens aansluit op de prognoses van corporaties over de eerstkomende vijf jaren.

Haaglanden laat op grond van de intentieafspraken een gunstige vermogensontwikkeling zien. Waar een overmaat van 4,6% in 2011 in de stagnatievariant is berekend, wordt een overmaat van 25,7% in 2011 voorzien indien van de intentieafspraken wordt uitgegaan. Deze forse stijging is een gevolg van een verhoging van de verkopen ten opzichte van de stagnatievariant.

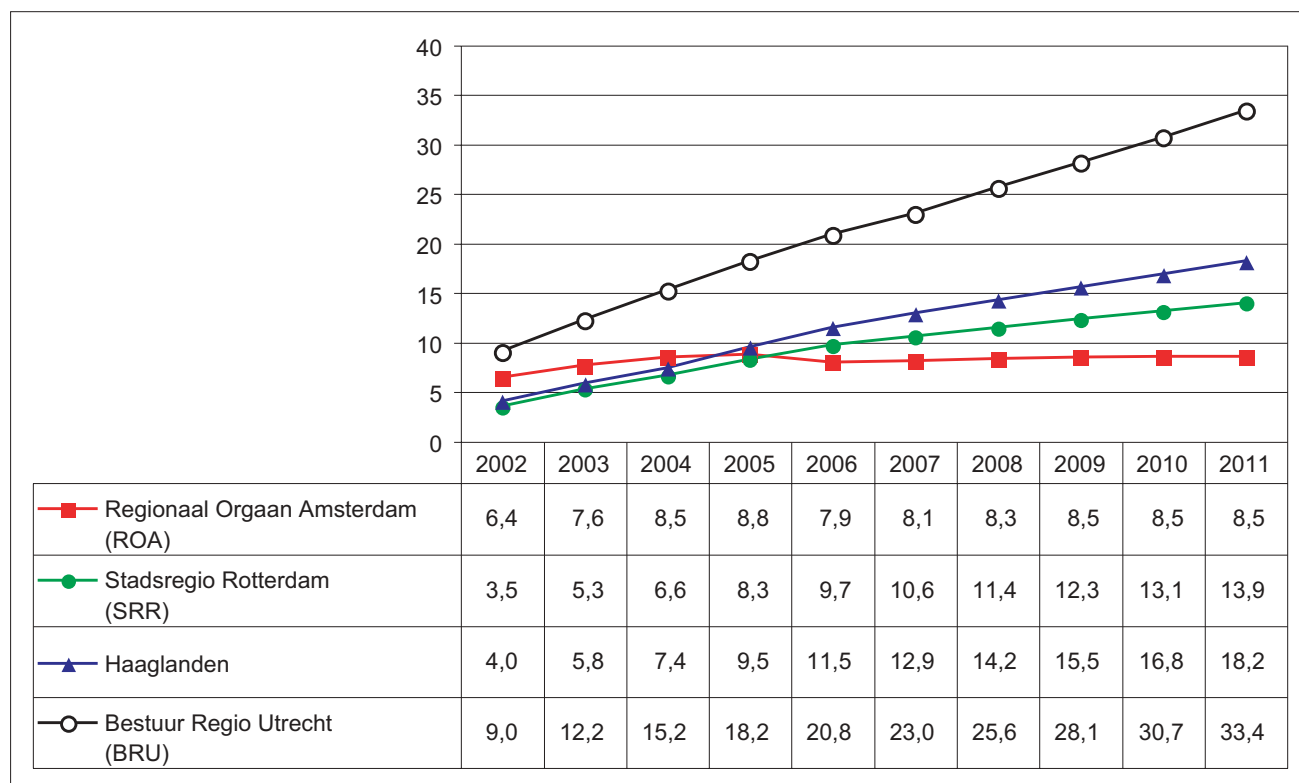
In de SRR is de hogere overmaat van ruim 6% gering in vergelijking met de overige grote stadsregio's. Ook in deze regio zijn de verkopen een belangrijk deel van de verklaring van de hogere overmaat. Het beeld vanuit de stagnatievariant was al gunstig omdat al met een relatief hoog verkoopprogramma werd gerekend. Op basis van de intenties wordt met de inkomsten van 2.000 te verkopen woningen per jaar gerekend. Daarnaast is het sloopp programma in de intentievariant in de SRR aanmerkelijk hoger dan in 2001 werd gerealiseerd.

Vergelijking van de door corporaties opgegeven productie met de aantallen, genoemd in de in maart 2002 door VROM en de gemeenten ondertekende intentieafspraken verstedelijking tot 2010, laat voor de regio SRR zien dat de door de corporaties geprognosticeerde aantallen - in tegenstelling tot de andere drie grote stadsregio's - redelijk sporen met de doelstellingen van het overheidsbeleid. Het verschil tussen de vanuit de prognoses berekende overmaat in de SRR (9,5% in 2006) en de intentievariant (11,4% in 2006) is relatief klein. Deze verschillen zijn voor de drie andere regio's 5% voor het BRU, 6,4% voor Haaglanden en 15,7% voor het ROA. Hieruit blijkt dat uitvoering van de intentieafspraken in deze drie regio's tot een betere vermogensontwikkeling leidt dan uitvoering van de eigen voornemens.

3.4 Vermogensovermaat evenwichtsvariant vier grote stadsregio's tot en met 2011

Uit de varianten blijkt de grote invloed van de omvang en samenstelling van het productieprogramma op de ontwikkeling van de financiële positie van corporaties. De verschillen in de uitkomsten van de varianten laten zien dat de ontwikkeling van de vermogensovermaat sterk wordt bepaald door de mate waarin corporaties in staat zullen zijn in de komende jaren een verkoopprogramma te realiseren. De omstandigheden waarin dit verkoopprogramma moet worden gerealiseerd lijken minder gunstig dan voorgaande jaren. De afnemende mutatiegraad in de sociale huursector en de veranderde macro-economische verwachtingen, dragen immers niet bij aan een gunstig klimaat voor het realiseren van verkopen. Het is dan ook de vraag of de in de intentieafspraken opgenomen aantallen te verkopen woningen kunnen worden gerealiseerd. Bij wijze van verkenning is daarom onderzocht hoe het vermogen van corporaties zich ontwikkelt indien het verkoopprogramma uit de stagnatievariant wordt opgehoogd tot een zelfde niveau als de nieuwbouw in deze variant, ofwel als wordt uitgegaan van een evenwicht tussen de nieuwbouw van huurwoningen en de verkoop van huurwoningen. Voor het ROA, SRR, Haaglanden en het BRU is in deze variant derhalve uitgegaan van respectievelijk de volgende aantallen woningen voor zowel verkoop als nieuwbouw: 1.273, 1.569, 1.331 en 827. De op grond van deze aantallen berekende vermogensovermaat is in grafiek 3.4 weergegeven.

Grafiek 3.4: Vermogensovermaat evenwichtsvariant vier grote stadsregio's 2002 tot en met 2011 (in procenten)



Ten opzichte van de intenties van de overheden komt de overmaat in alle regio's lager uit. Dit ligt ook voor de hand omdat van lagere verkoopaantallen wordt uitgegaan. Dit komt het sterkst tot uitdrukking in het ROA waar de overmaat in de evenwichtsvariant 29% lager uitkomt dan in de intentievariant. De ontwikkeling in het BRU wijkt in deze variant nauwelijks af van de intentievariant. Uit de cijfers kan worden geconcludeerd dat de overmaat in alle grote stadsregio's op een (ruim) voldoende niveau blijft indien de verkopen kunnen worden gerealiseerd op het niveau van de geprognosticeerde nieuw te bouwen woningen.

3.5 Borgingsruimte vier grote stadsregio's tot en met 2011

Op basis van de qua overmaat minst gunstige variant, de stagnatievariant, is voor de vier grote stadsregio's en de grote steden in deze regio's de borgingsruimte berekend. De uitkomsten geven aan dat de inzet van de berekende overmaat via het aantrekken van extra leningen niet lijkt te worden beperkt door de borgingsruimte. In de prognoseperiode daalt de borgingsruimte weliswaar in de regio's ROA en Haaglanden en de gemeente Amsterdam, maar de ontwikkeling is zodanig, dat in 2011 nog steeds sprake lijkt te zijn van een positieve borgingsruimte. Zelfs waar in de stagnatievariant sprake is van een ondermaat in 2011, zoals in het stadsgewest Haaglanden en de gemeente Amsterdam, is de borgingsruimte in 2011 positief. De berekeningen op basis van de evenwichts- en intentievariant, de qua overmaat gunstiger varianten, geven in alle grote stadsregio's een positieve ontwikkeling ten aanzien van de borgingsruimte te zien.

Het verschil tussen de overmaat en de borgingsruimte in de vier grote stadsregio's is in vergelijking met het landelijk gemiddelde relatief groot. Dat is met name een gevolg van het gemiddeld hogere risicoprofiel in verband met de relatief zware herstructureringsproblematiek en daaraan verbonden risico's in de vier grote steden. Dit hogere risicoprofiel leidt ertoe dat het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen van deze stadsregio's en de vier grote gemeenten hoger is, waardoor de vermogensovermaat lager is. Het verschil tussen het gecorrigeerd weerstandsvermogen en het minimaal noodzakelijk vermogen bepaalt immers de omvang van de overmaat. Bij de berekening van de borgingsruimte speelt dit risicoprofiel geen rol.

Het gerealiseerde resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening blijft de afgelopen jaren achter bij de prognoses van corporaties. In dit hoofdstuk wordt met behulp van het risicoanalysemodel inzicht gegeven in de voorspelbaarheid van de ontwikkeling van dit resultaat. In paragraaf 4.1 zijn eerst de prognoses tot en met 2011 weergegeven voor het totaalresultaat uit gewone bedrijfsuitoefening. In paragraaf 4.2 zijn vervolgens eerst de rentelasten geanalyseerd. Het resultaat uit beheer (het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening minus de rentelasten en afschrijvingen) komt in paragraaf 4.3 aan de orde. De beïnvloedbaarheid door de corporatie van het beheerresultaat is groter dan bij de rentelasten het geval is. Dit geldt in mindere mate voor de huuropbrengsten, die in paragraaf 4.4 aan de orde komen, en in meerdere mate voor de bedrijfslasten, die in paragraaf 4.5 aan bod komen. In beide paragrafen is tevens het effect op het resultaat weergegeven van enige varianten. In paragraaf 4.6 is tenslotte het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening gerelateerd aan de ouderdom van corporatiebezit, een belangrijke factor bij de verklaring van de ontwikkeling van het resultaat.

4.1 Prognose resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening tot en met 2011

Het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening neemt in de prognoseperiode toe met € 1,7 miljard. Deze toename wordt voor een belangrijk deel veroorzaakt door het renteresultaat: € 0,9 miljard lagere rentelasten (uit hoofde van de aangetrokken leningen) en € 0,1 miljard hogere rentebaten (uit hoofde van de belegde geldmiddelen). Het resultaat uit beheer (de huuropbrengst minus de bedrijfslasten) voegt € 1,3 miljard toe aan het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening. De afschrijvingen bedragen € 0,6 miljard.

4.2 Rentelasten

Het grootste deel van de bedrijfslasten betreffen de rentelasten. Deze dalen van € 4,4 miljard in 2002 naar € 3,5 miljard in 2011. Dit is een gevolg van enerzijds de daling van de omvang van de leningportefeuille en anderzijds de hoogte van het rentepercentage. De geleidelijke daling van het volume van de leningenportefeuille (in de prognoseperiode € 8 miljard) wordt veroorzaakt door de jaarlijkse reguliere aflossingen en het niet herfinancieren van leningen waarvan de looptijd is verstreken. De daling wordt deels gecompenseerd door aangetrokken leningen ter financiering van nieuwbouw, aankoop en verbetering van woningen.

Doordat de looptijd van de leningen is gespreid en de conversie van leningen en nieuw aan te trekken leningen in verhouding tot de totale portefeuille relatief gering is, zijn corporaties met vertraging gevoelig voor rentedalingen en rentestijgingen op de kapitaalmarkt. De gemiddelde rentevoet van de leningportefeuille van de sector daalt van 6,9% in 2002 naar 6,2% in 2011. Voor de te converteren en nieuw aan te trekken leningen is een kapitaalmarktrente verondersteld van 5,4% in 2002, geleidelijk toenemend tot 6,0% in 2011. De uitkomsten van een tweetal varianten op het rentepercentage laten zien dat de invloed op de rentelasten binnen de prognoseperiode relatief gering is.

Gelet op de relatief beperkte gevoeligheid van de rentelasten voor mutaties in de woningvoorraad van corporaties en voor wijzigingen in het rentepercentage op de kapitaalmarkt, kan worden geconcludeerd dat de rentelasten redelijk goed voorspelbaar zijn. Dit wordt bevestigd door de geringe afwijkingen tussen de door corporaties geraamde en gerealiseerde rentelasten in de afgelopen jaren.

4.3 Resultaat uit beheer

Het resultaat uit beheer neemt toe van € 5,3 miljard in 2002 tot € 6,6 miljard in 2011. De stijging van dit resultaat bestaat voornamelijk uit de hogere huuropbrengsten (€ 2,6 miljard), verminderd met de hogere bedrijfslasten (€ 1,3 miljard). In reële prijzen (prijsspeil 2002) blijft het resultaat uit beheer op ongeveer een gelijk niveau.

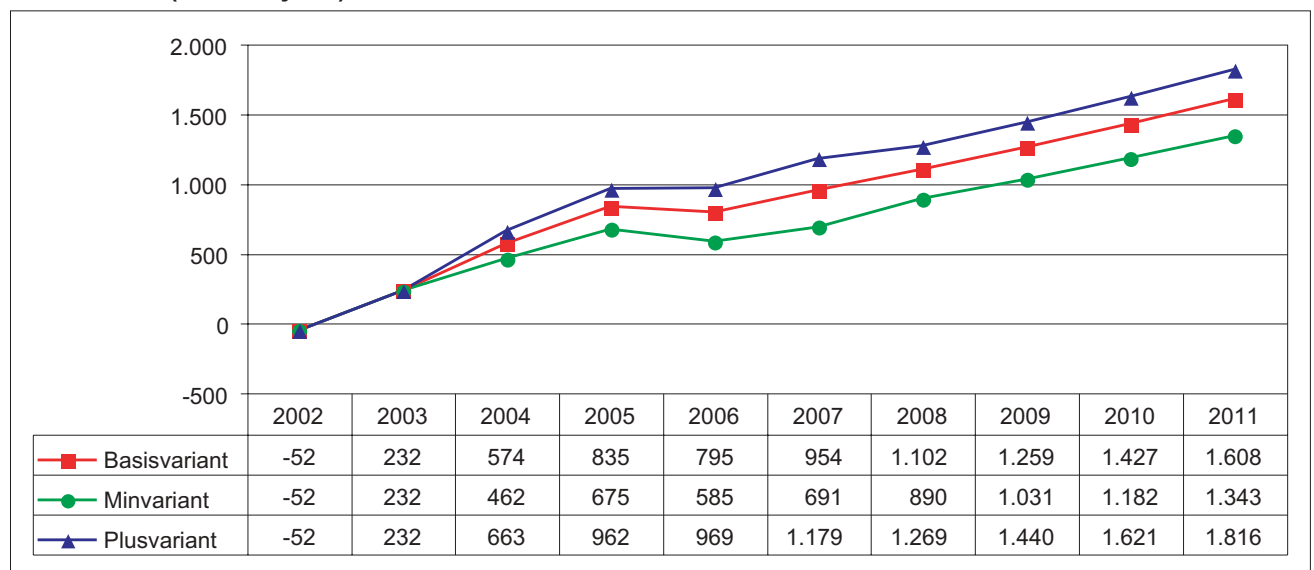
4.4 Huuropbrengsten

De beleidsruimte van corporaties om de ontwikkeling van de huuropbrengst te beïnvloeden is beperkt. Corporaties zijn gebonden aan wettelijke voorschriften, die met het huidige huurbeleid slechts geringe marges toelaten. Ook de gemiddelde huurontwikkeling per individuele corporatie verschilt nauwelijks. Gerelateerd aan de vermogensovermaat ligt in de afgelopen jaren de gemiddelde huurverhoging bij de financieel sterkere corporaties iets lager dan bij de minder vermogende corporaties.

De huurontwikkeling blijkt niet of nauwelijks te correleren met de gespannenheid van de woningmarkt. Geconcludeerd kan worden dat de huuropbrengst dan ook redelijk goed voorspelbaar is. Dit wordt bevestigd door de geringe afwijkingen tussen de door corporaties geraamde en gerealiseerde huuropbrengsten in de afgelopen jaren.

Om inzicht te krijgen in de gevoeligheid van de huuropbrengst op het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening zijn een tweetal varianten uitgewerkt met een van de basisvariant afwijkende huurverhoging van 1-procentpunt, naar boven respectievelijk naar beneden, in de jaren 2004 tot en met 2007. Grafiek 4.1 laat zien dat de invloed van de hoogte van de huurstijging op het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening van flinke betekenis is.

Grafiek 4.1: Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening met huurvarianten 2002 tot en met 2011
(x € 1 miljoen)



Zoals uit de grafiek blijkt, leidt de minvariant tot een afwijking in 2011 van 16% en de plusvariant van 13% van het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening in de basisvariant. In verhouding tot de omvang van de jaarlijkse huuropbrengsten is het effect overigens relatief gering.

De jaarlijkse toename tot en met 2005 is groter dan, na een geringe daling in 2006, de ontwikkeling in de jaren 2007 tot en met 2011. Dit verloop is een gevolg van de wijze waarop de vrijval van de egalisatierekening in het model is verwerkt. Tot en met 2005 valt jaarlijks een vast bedrag vrij ten gunste van het resultaat. De egalisatierekening is ultimo 2005 nihil, zodat het resultaat in 2006 iets daalt en het resultaat in de jaren daarna een iets minder sterke stijging vertoont.

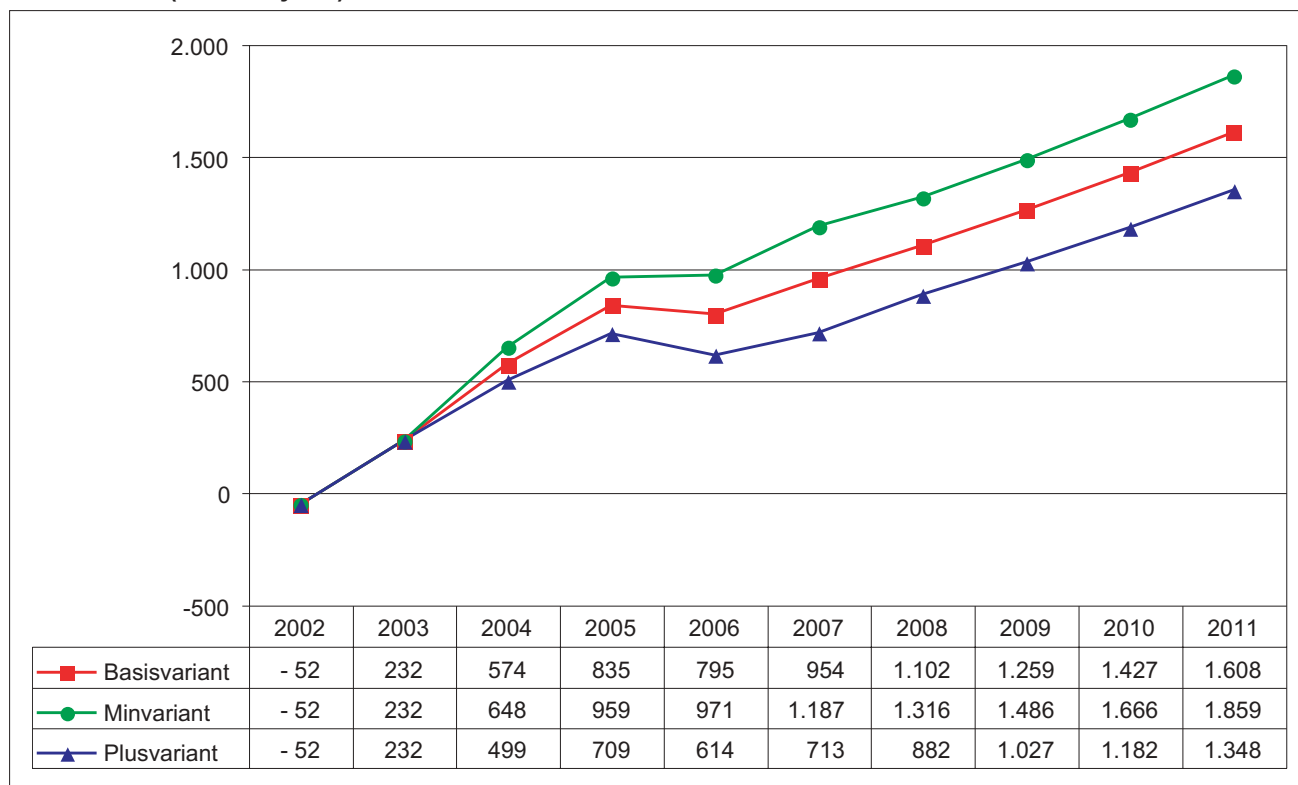
4.5 Bedrijfslasten

In vergelijking met de rentelasten en de huuropbrengsten zijn de bedrijfslasten in mindere mate aan exogene factoren gerelateerd. Corporaties hebben aanmerkelijk meer ruimte bij de bepaling van de wijze waarop de bedrijfsvoering wordt ingericht en invulling wordt gegeven aan het onderhoudsbeleid. De keuzes zijn van belangrijke invloed op het niveau van met name de beheer- en de onderhoudslasten. Beleidswijzigingen van corporaties laten zich moeilijk voorspellen. Hierdoor zijn de prognoses voor de bedrijfslasten met meer onzekerheden omgeven dan die voor de rentelasten en huuropbrengsten. De verschillen tussen de door corporaties geraamde en gerealiseerde bedrijfslasten in de afgelopen jaren laten dat ook zien. Niet alleen blijken de gerealiseerde bedrijfslasten hoger uit te vallen dan de prognoses, maar jaarlijks worden ook de ramingen opwaarts bijgesteld. De sterke stijging had in de afgelopen jaren met name betrekking op de personeelskosten. De stijging is in belangrijke mate toe te schrijven aan de toename van het aantal formatieplaatsen³, die niet kan worden verklaard uit de groei van het corporatiebezit c.q. de activiteiten die met de productie samenhangen.

³ Aedes bedrijfstakinformatie 2001: groei van 8,3 tot 9,5 formatieplaatsen in 1998 tot en met 2001

Voor het krijgen van inzicht in de gevoeligheid van afwijking van de bedrijfslasten, is het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening op basis van twee varianten doorgerekend, waarbij dezelfde procentuele afwijkingen zijn toegepast als bij de varianten met betrekking tot de huuropbrengsten. De uitkomsten zijn weergegeven in grafiek 4.2.

Grafiek 4.2: Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening met varianten lastenstijging 2002 tot en met 2011 (x € 1 miljoen)

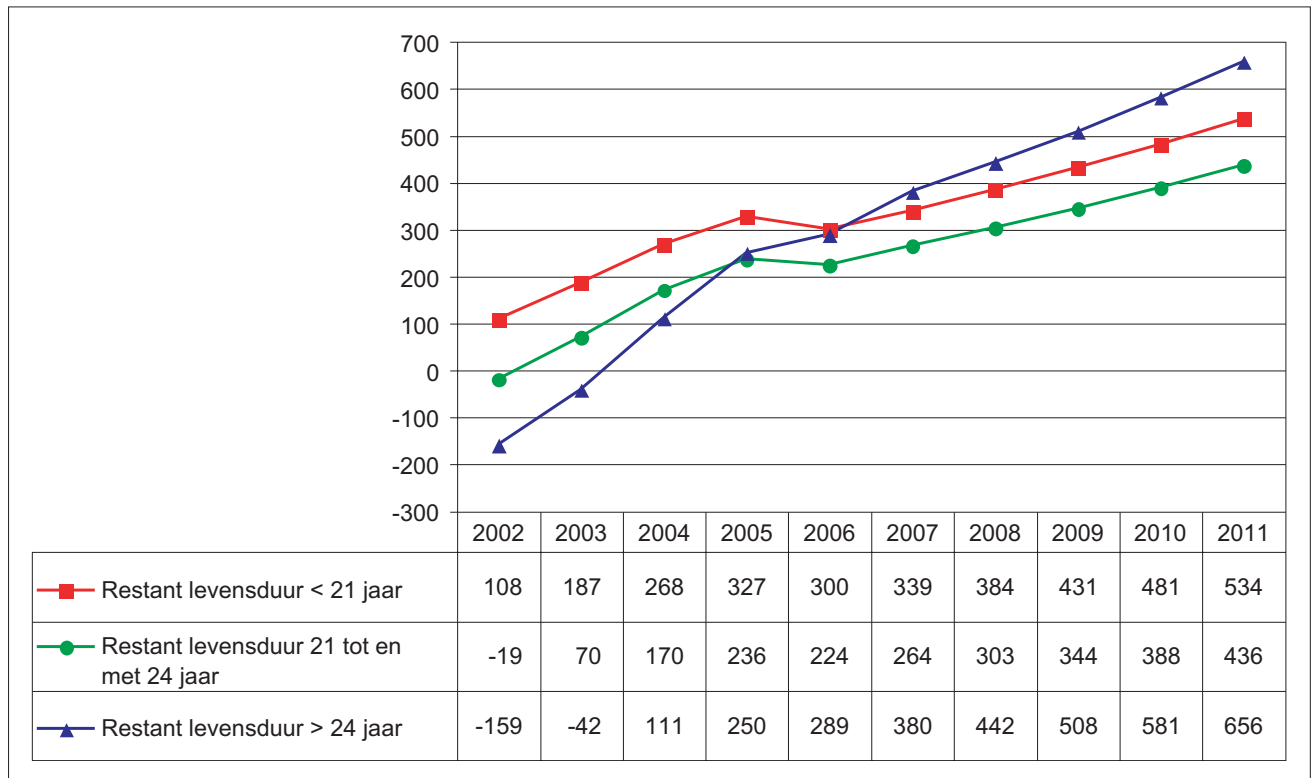


Zoals uit de grafiek blijkt, leiden zowel de plus- als de minvariant voor de gehele prognoseperiode tot een resultaat dat in 2011 16% afwijkt van het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening in de basisvariant. De invloed op de bedrijfslasten ligt procentueel nagenoeg gelijk aan die op de huuropbrengsten. In nominale bedragen is het effect aanmerkelijk lager. Dit hangt samen met de hoogte van beide posten.

4.6 Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening en ouderdom bezit

Het niveau van de opbrengsten en lasten hangt in belangrijke mate samen met de gemiddelde leeftijd van het bezit. Het resultaat neemt toe naarmate het bezit ouder wordt. Dit kan worden geïllustreerd met de referentiecorporaties, waarin één van de criteria de restantlevensduur is. Grafiek 4.3 geeft de ontwikkeling aan.

Grafiek 4.3: Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening naar ouderdom bezit 2002 tot en met 2011 (x € 1 miljoen)



De cyclus die zich bij vastgoed voordoet, is in de grafiek goed waarneembaar. Zichtbaar is dat het moment waarop elke groep de nullijn passeert, correspondeert met de restant levensduur.

Samenvattend kan worden geconcludeerd dat het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening redelijk goed voorspelbaar is voor wat betreft de rentelasten en de huuropbrengsten. De ontwikkeling van de bedrijfslasten is minder goed voorspelbaar omdat corporaties ten aanzien van de kosten meer beleidsruimte hebben. De invloed op het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening is voor de bedrijfslasten in nominale bedragen echter geringer dan voor de huuropbrengsten. De voorspelbaarheid van het resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening voor de gehele sector is verder mede afhankelijk van de mutaties in de woningvoorraad.

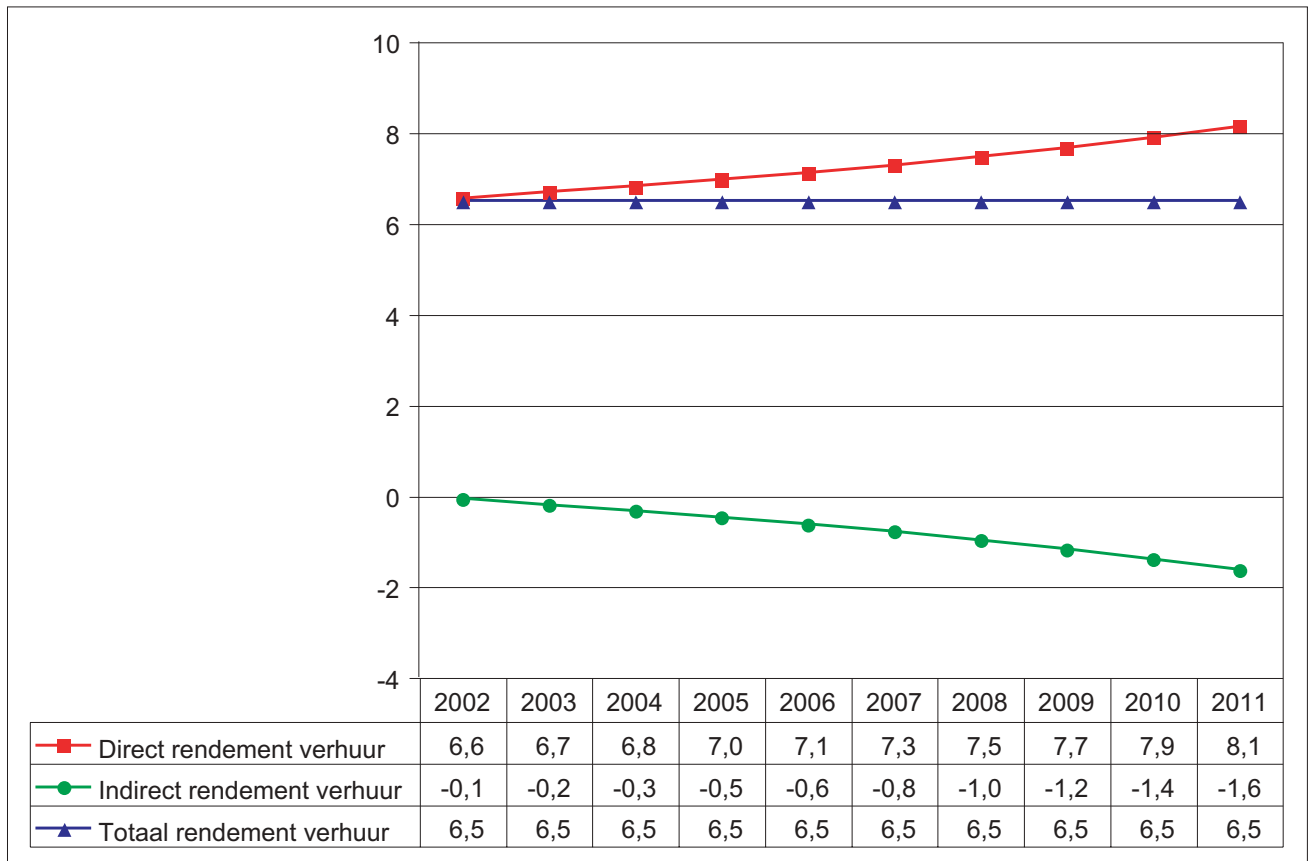
In de rapportage 'Waardering vastgoed woningcorporaties: sleutel voor financiële continuïteit en rendement' van 1 april 2003 zijn rendementskengetallen gepresenteerd van het boekjaar 2001. Volgens de benadering in deze rapportage zijn, met behulp van het risicoanalysemodel, de kengetallen berekend tot en met 2011. In paragraaf 5.1 is de rendementsontwikkeling tot en met 2011 van de verhuur van het corporatiebezit gepresenteerd op basis van de bedrijfswaarde. In paragraaf 5.2 is de ontwikkeling weergegeven volgens de prognose van de Winst- & Verliesrekening. De hoogte van het (in)directe rendement wordt in belangrijke mate bepaald door de restant levensduur van woningen. In paragraaf 5.3 is de samenhang tussen de ontwikkeling van het vastgoedrendement en de ouderdom van het corporatiebezit gepresenteerd met gebruikmaking van de cijfers van de referentiecorporaties. In paragraaf 5.4 is vervolgens de invloed van de nieuwbouw en verkopen op het rendement toegelicht door twee regio's met een verschillend karakter met elkaar te vergelijken. De ontwikkeling van het rendement op het vreemd vermogen op sectorniveau komt vervolgens in paragraaf 5.5 aan de orde, gevolgd door het rendement op het eigen vermogen in paragraaf 5.6.

5.1 Rendementsontwikkeling verhuur tot en met 2011 op basis van bedrijfswaarde

In deze paragraaf is de ontwikkeling van het direct en indirect rendement van de verhuur van het corporatiebezit gepresenteerd. Het gaat hierbij om het 'voorcalculatorische' directe en indirecte rendement. Het verloop van deze rendementscijfers wordt mede bepaald door de wijze waarop de bedrijfswaarde is berekend. Bij de berekening van de bedrijfswaarde is gerekend met een discontovoet van 6,5%. Dit impliceert dat het 'voorcalculatorische' totale rendement ook gelijk is aan 6,5%.

De hoogte en de ontwikkeling van het directe en indirecte rendement van de verhuur moet worden beoordeeld in de context van de exploitatiefase waarin de woningen verkeren. Aan het niveau van elk van beide componenten kan derhalve niet zonder meer een conclusie van 'goed of fout' worden verbonden. Zolang het indirecte rendement positief is, moet voor het realiseren van het veronderstelde rendement van 6,5% meer in de toekomst worden terugverdiend. Zodra het indirecte rendement negatief wordt, is de terugverdienperiode begonnen. Dit komt tevens tot uitdrukking in (de groei van) het directe rendement. In grafiek 5.1 is de rendementsontwikkeling op basis van bedrijfswaarde weergegeven tot en met 2011.

Grafiek 5.1: Rendement verhuur op basis van bedrijfswaardeparameters inclusief voorraadmutaties 2002 tot en met 2011 (in procenten)



Zoals uit de grafiek blijkt, stijgt het direct rendement van het corporatiebezit, rekening houdend met de mutaties in de voorraad, exclusief het effect van onrendabele toppen en verkoopwinsten in de prognoseperiode, van 6,6% in 2002 naar 8,1% in 2011. Dezelfde ontwikkeling komt in spiegelbeeld terug in het indirect rendement met een negatief rendement van 0,1% in 2002 en een negatief rendement van 1,6% in 2011. Gemiddeld genomen is het corporatiebezit dus in de terugverdienfase. Indien de voorraadmutaties buiten beschouwing worden gelaten is het indirecte rendement in 2011 0,6% negatiever.

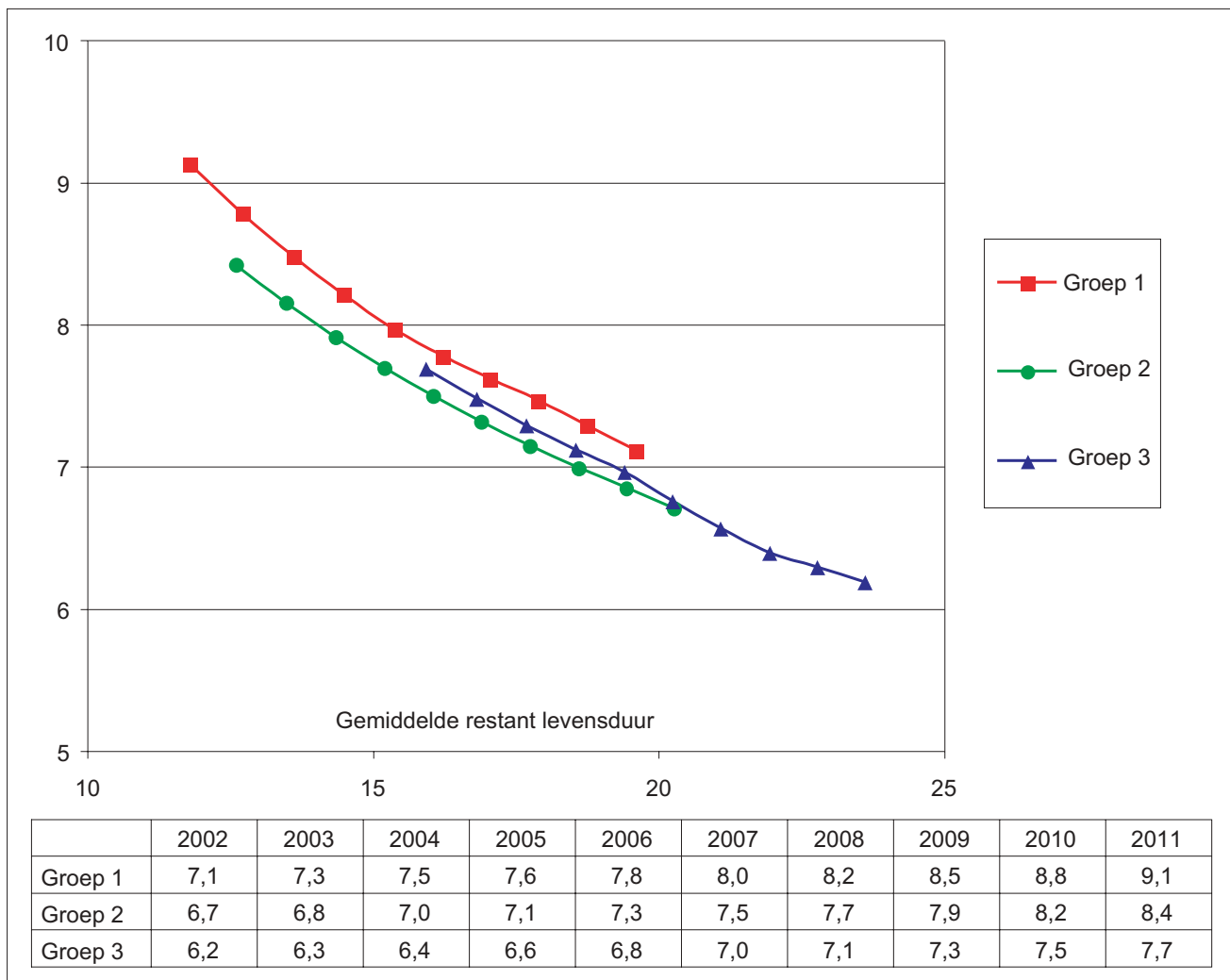
5.2 Rendementsontwikkeling vastgoed tot en met 2011 volgens prognose Winst- & Verliesrekening

De in het risicoanalysemodel gehanteerde uitgangspunten en parameters voor de prognose van de Winst- & Verliesrekening zijn niet geheel gelijk aan die voor de bedrijfswaardeberekening. Bij de bedrijfswaardeberekening zijn lange termijn parameters genomen. Bij de Winst- & Verliesrekening zijn de parameters de eerste jaren anders, omdat aangesloten is bij de huidige situatie.

Volgens de prognose van de Winst- & Verliesrekening daalt het rendement op het vastgoed van 6,4% in 2002 naar 5,4% in 2011. Deze daling is voornamelijk toe te schrijven aan het effect van de in het model veronderstelde onrendabele investeringen, deels gecompenseerd uit de rendementsbijdrage van de veronderstelde verkopen. In de prognoseperiode leidt dit tot een oplopend negatief rendementseffect van 0,4% in 2002 tot 1,1% in 2011. Het indirecte rendement uit verhuur wijkt in de eerste prognosejaren als gevolg van de enigszins andere veronderstellingen beperkt af van het rendement dat op basis van de bedrijfswaarde is berekend. In 2011 is het negatieve indirecte rendement eveneens 1,6%.

De samenhang tussen de hoogte van het directe c.q. het indirecte rendement kan worden geïllustreerd aan de hand van de referentiecorporaties. De restant levensduur is een van de criteria op grond waarvan de referentiecorporaties zijn gevormd. Grafiek 5.2 laat die samenhang duidelijk zien voor drie groepen met een restant levensduur van respectievelijk minder dan 21 jaar (groep 1), 21 tot en met 24 jaar (groep 2) en meer dan 24 jaar (groep 3).

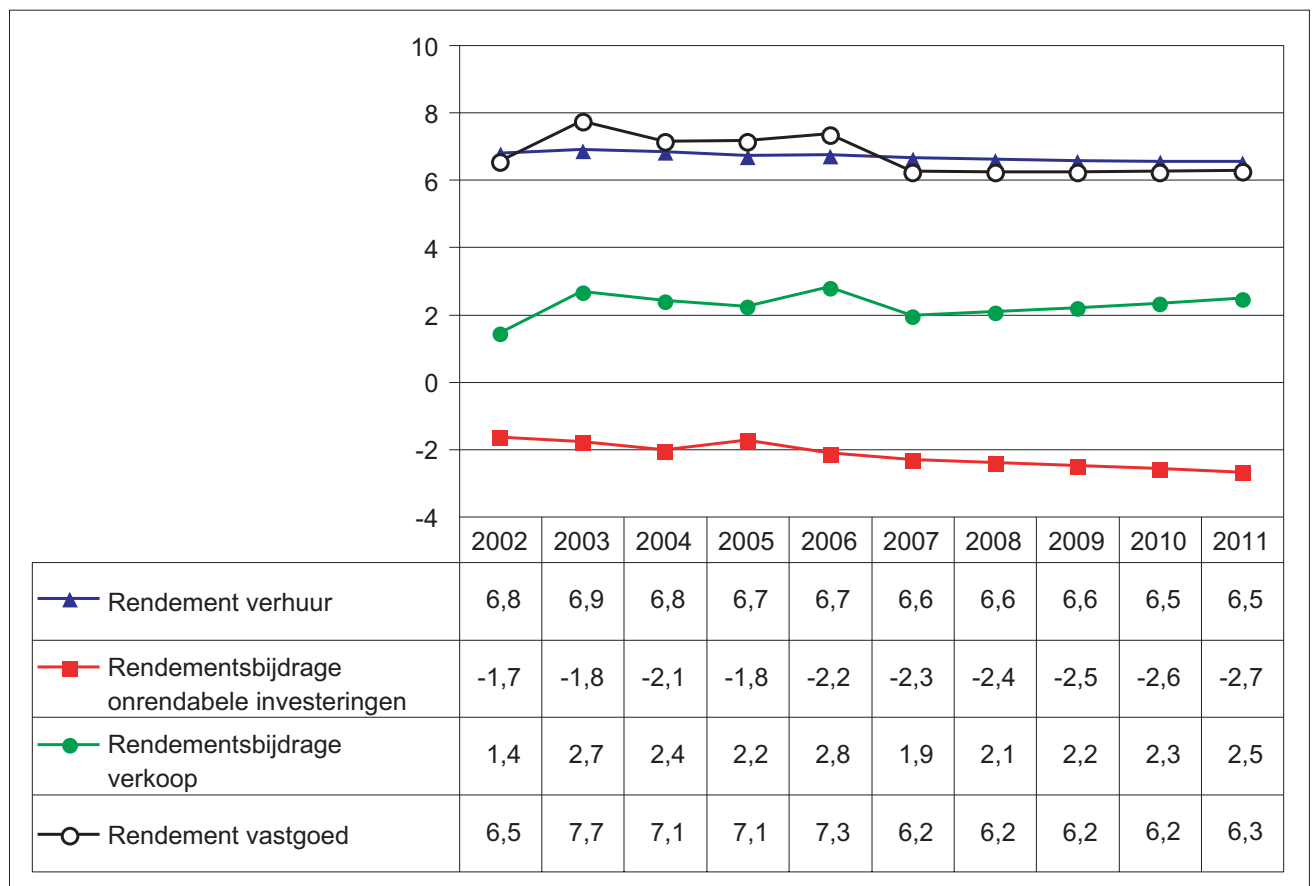
Grafiek 5.2: Direct rendement verhuur in relatie met restant levensduur 2002 tot en met 2011



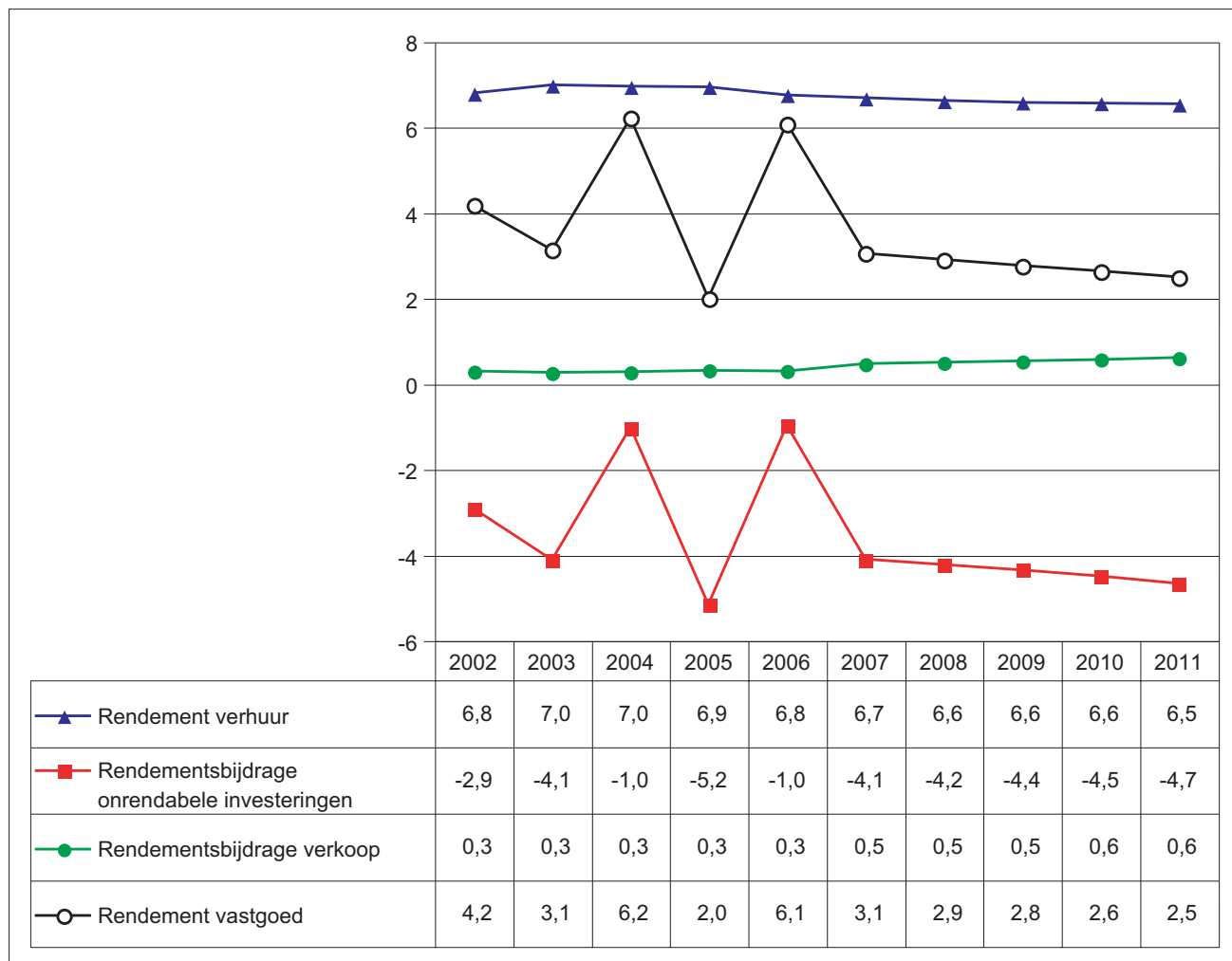
De grafiek laat zien dat het direct rendement hoger is naarmate de gemiddelde restant levensduur korter is. Dit patroon is bij elk van de drie groepen te zien. De marges tussen de groepen zijn relatief gering.

De in het model veronderstelde omvang van en verhouding tussen de programma's voor nieuwbouw en verkopen zijn van grote invloed op de hoogte en de ontwikkeling van het rendement op het vastgoed van corporaties. Dit is geïllustreerd aan de hand van twee regio's waarin de productieaantallen duidelijk verschillen. In de grafieken 5.3 en 5.4 zijn de rendementen gepresenteerd van respectievelijk de stadsregio Rotterdam en de regio Goeree-Overflakkee.

Grafiek 5.3: Rendement vastgoed stadsregio Rotterdam 2002 tot en met 2011 (in procenten)



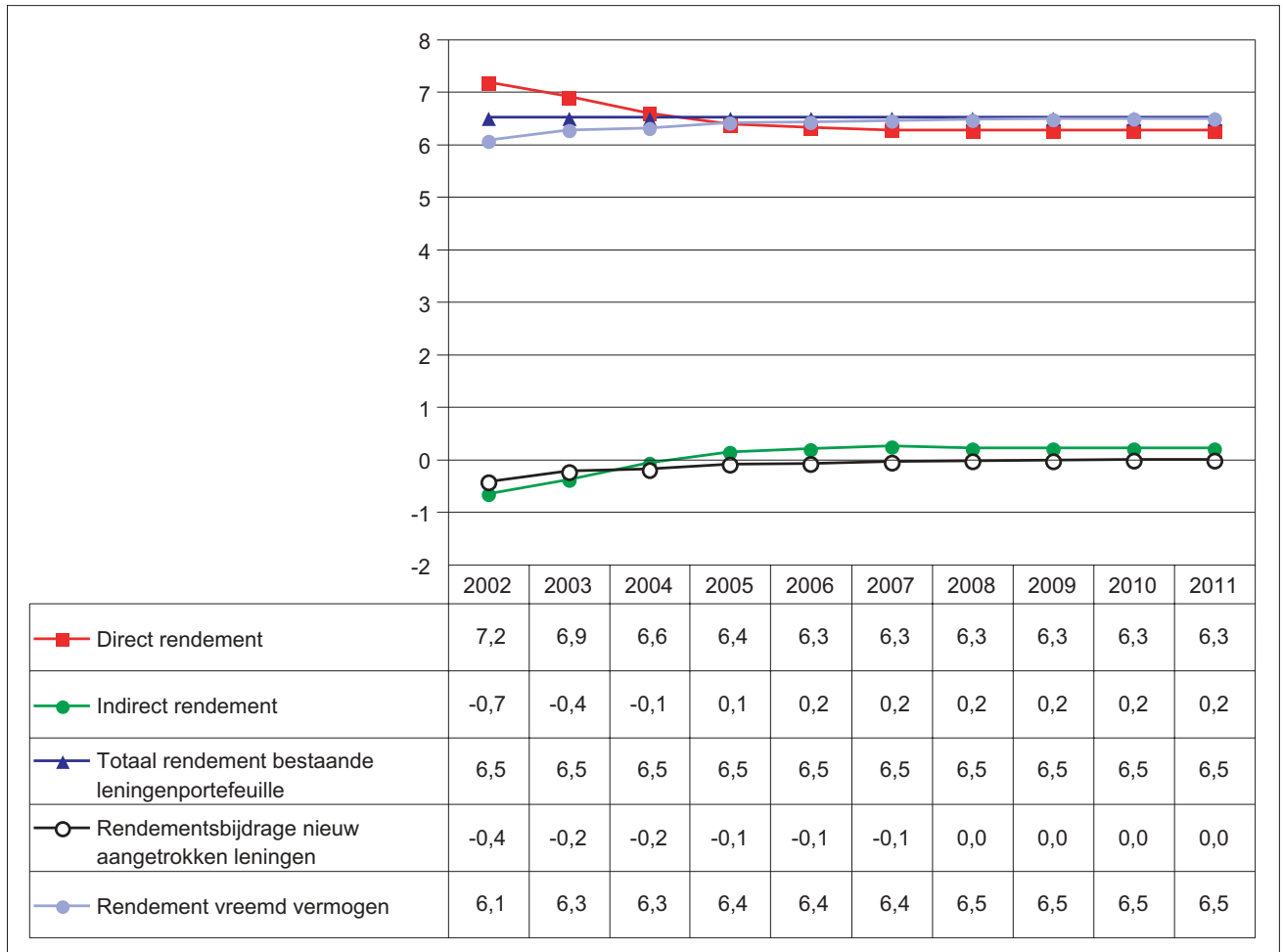
Grafiek 5.4: Rendement vastgoed regio Goeree-Overflakkee 2002 tot en met 2011 (in procenten)



De vergelijking tussen beide regio's laat twee markante verschillen zien. In de stadsregio Rotterdam is de rendementsbijdrage in de prognoseperiode van de onrendabele investeringen en de verkopen redelijk in balans. Dit komt ook tot uitdrukking in het totaal rendement vastgoed, dat in de prognoseperiode rond de 6,5% ligt. De regio Goeree-Overflakkee laat een ander beeld zien. Het aandeel van de onrendabele investeringen ten opzichte van de bestaande portefeuille is aanmerkelijk groter, terwijl de bijdrage uit de verkopen veel lager is. Per saldo leidt dit in de gehele prognoseperiode tot een aanmerkelijk lager rendement op het vastgoed.

5.5 Rendement vreemd vermogen

Met behulp van het risicoanalysemodel is voor de prognoseperiode het rendement van het vreemd vermogen berekend voor de gehele sector. In grafiek 5.5 is de ontwikkeling tot en met 2011 weergegeven.

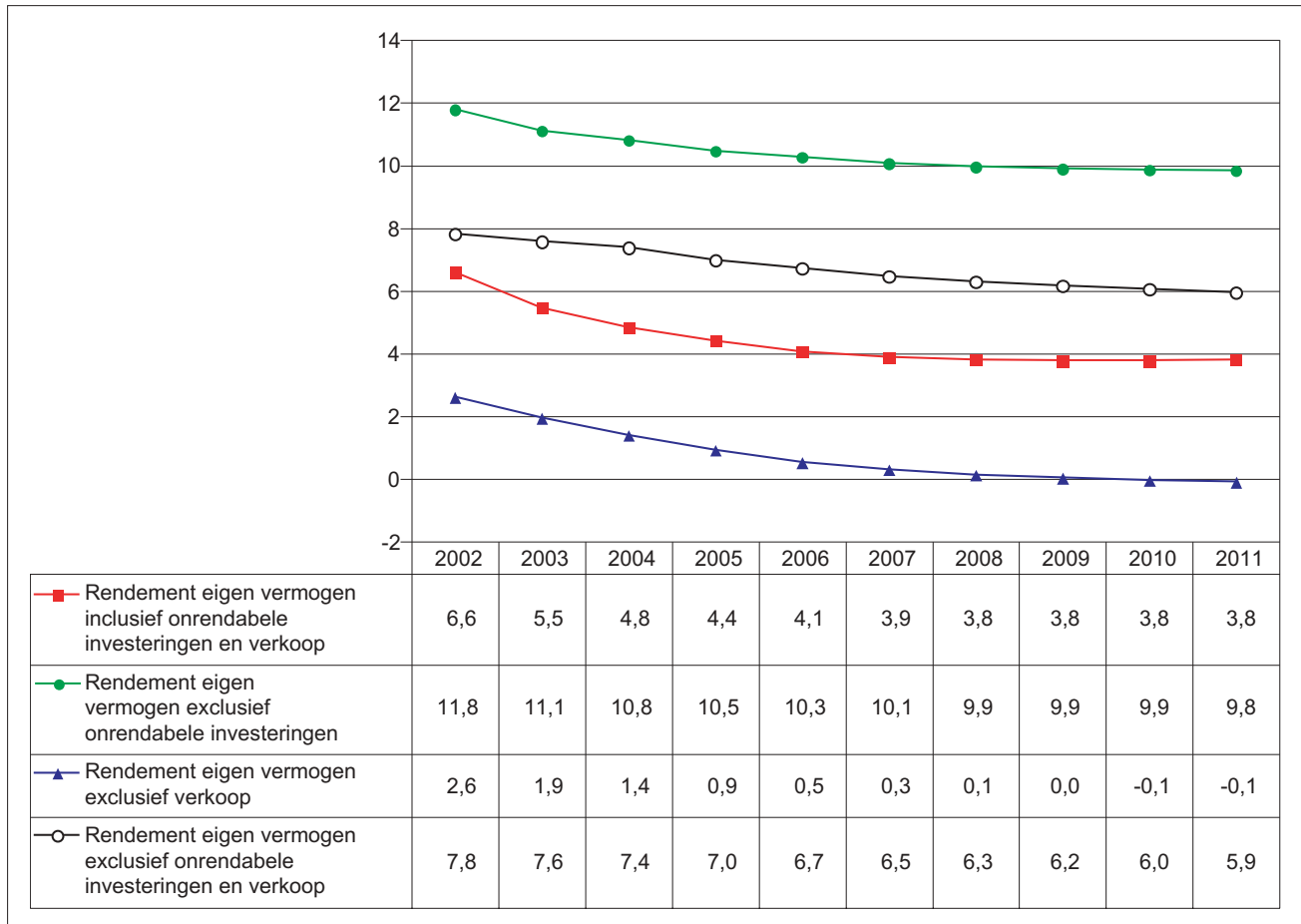
Grafiek 5.5: Rendement lang vreemd vermogen 2002 tot en met 2011 (in procenten)

Het direct rendement daalt van 7,2% naar 6,3% in 2006 en blijft vervolgens op dit niveau in de resterende prognoseperiode. De daling in de eerste jaren is een gevolg van de renteconversies van hoogrentende naar laagrentende leningen. De waardeontwikkeling van de leningportefeuille, die tot uitdrukking komt in het indirect rendement, is hierdoor in deze jaren negatief. In 2005 slaat dit om naar een positieve waardeontwikkeling. Verder komt in de grafiek naar voren dat het aantrekken van nieuwe leningen, inclusief herfinancieringen, de eerste jaren nog een negatief effect heeft op het totale rendement op het vreemd vermogen. Dit voordeel ontstaat omdat deze eerste jaren de rente op de kapitaalmarkt lager ligt dan de discontovoet van 6,5%, waarmee de rentabiliteitswaardecorrectie van de leningen is berekend.

5.6 Rendement eigen vermogen op sectorniveau

Het met het risicoanalysemodel voor de prognoseperiode berekende rendement op eigen vermogen voor de gehele sector is in grafiek 5.6 gepresenteerd. Daarin zijn tevens de effecten van de onrendabele investeringen en verkopen tot uitdrukking gebracht.

Grafiek 5.6: Rendement eigen vermogen sector 2002 tot en met 2011 (in procenten)



Uit de grafiek blijkt dat het rendement op het eigen vermogen, inclusief onrendabele investeringen en verkoop, gedurende de gehele prognoseperiode daalt van 6,6% in 2002 naar 3,8% in 2011. Alhoewel het rendement onder de 6,5% ligt, tasten de onrendabele investeringen, deels gecompenseerd door de verkopen, het eigen vermogen in de prognoseperiode niet aan. Er blijft immers sprake van een positief rendement, waardoor de omvang van het eigen vermogen toeneemt.

