

# Rendementen en risico's van beleggingen in premiehuurwoningen

L. H. P. L. H. HABETS — A. A. J. KLUYTMANS  
 J. L. A. KRUIZINGA — G. H. P. KURVERS  
 F. J. A. LAS\*

**Met het in 1975 ingevoerde systeem van de dynamische-kostprijsuur tracht de overheid aan beleggers in de huurwoningenmarkt een rendement te garanderen dat gelijk is aan dat op staatsleningen. Niettemin hebben veel beleggers zich de laatste jaren teruggetrokken van de woningmarkt. Volgens hen wordt het gegarandeerde rendement in de praktijk niet gehaald. Bovendien zijn zij van mening dat zij het risico lopen dat de overheid vanwege de oplopende woningbouwsubsidies op den duur haar verplichtingen niet zal kunnen nakomen. In dit artikel worden het rendements- en het risico-aspect van beleggen op de huurwoningenmarkt nader onderzocht. Naar de mening van de auteurs is wèl een redelijk rendement te realiseren, maar vormen risico-overwegingen een belangrijke oorzaak van de terughoudendheid van beleggers.**

## Het systeem van de dynamische-kostprijsuur

Bij de calculatie van de dynamische-kostprijsuur wordt rekening gehouden met prijsstijgingen in de toekomst, van zowel de exploitatielasten als de huren. De te verhuren woning wordt beschouwd als een investeringsproject waarbij de huur de opbrengst is en de exploitatielasten en stichtingskosten de uitgaven zijn. Deze opbrengsten en uitgaven worden gesommeerd en gediscoteerd tegen de gemiddelde rente van een aantal staatsleningen met verschillende looptijd. Als de aldus berekende contante waarde van het project nul is of hoger dan wil dit zeggen dat de exploitatie kostendekkend is. Zo wordt berekend welke huur de belegger in het eerste jaar zal ontvangen, de z.g. dynamische aanvangshuur.

De dynamische aanvangshuur is dan de huuroopbrengst die de overheid aan de belegger garandeert. De overheid bepaalt welk gedeelte van de dynamische aanvangshuur de huurder zelf moet betalen (de vraaghuur). Het verschil tussen de aanvangshuur en de vraaghuur wordt door de overheid jaarlijks bijgepast door middel van objectsubsidies. Voor rekening van de beleggers komt het verschil tussen de vraaghuur en de op de markt realiseerbare huur. In onze berekeningen zijn we ervan uitgegaan dat dit verschil nihil is. Na iedere tien jaar wordt bekeken of de belegger ook werkelijk het gegarandeerde rendement heeft behaald. Indien dit niet het geval is dan krijgt hij alsnog een vergoeding in de vorm van een conditionele subsidie.

Waarom hebben de beleggers, ondanks het door de overheid gegarandeerde rendement, zich in groten getale teruggetrokken van de woningmarkt? Enerzijds zijn zij van mening dat de rendementen lager zijn dan door de overheid wordt voorgespiegeld. Anderzijds stellen zij dat het huidige systeem een te hoog risico inhoudt. Wij zullen in dit artikel achtereenvolgens de rendements- en risico-aspecten van het beleggen in premiehuurwoningen behandelen.

## Rendement

Uit ons onderzoek is gebleken dat de wijze waarop de overheid de dynamische aanvangshuur berekent, niet correct is. Onze kritiek op haar berekeningswijze omvat de volgende vier punten:

1. de norm voor de variabele exploitatielasten is te laag. Volgens gegevens van het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds bedragen deze lasten niet 1,2% doch minstens 1,7%

van de stichtingskosten;

2. men schrijft af op grond, hetgeen bedrijfseconomisch onaanvaardbaar is;
3. men houdt geen rekening met restwaarden van huis en grond. Uitgegaan wordt van een economische levensduur van woningen van vijftig jaar, terwijl de mediane technische levensduur in de praktijk op 78 jaar ligt;
4. het systeem gaat uit van een verhuurperiode van vijftig jaar. De optimale verhuurperiode, de periode waarbij het behaalde rendement maximaal is, is echter soms korter, namelijk in die gevallen waarin na een bepaald aantal jaren de variabele lasten de huuroopbrengsten overtreffen.

Het zal duidelijk zijn dat het eerste punt een negatief effect op het rendement heeft, en de laatste drie een positieve invloed hebben. In ons onderzoek hebben wij bovenstaande kritiek als uitgangspunt genomen voor de berekening van de werkelijke rendementen. Wij zijn hierbij als volgt te werk gegaan. Eerst hebben we de dynamische aanvangshuur bepaald volgens de officiële formule, die luidt als volgt:

$$NCW = dah \sum_{t=1}^n \frac{(1+h)^{t-1}}{(1+r)^t} - V \sum_{t=1}^n \frac{(1+w)^{t-1}}{(1+r)^t} - C \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} - S_1 = 0 \quad (1)$$

(huuroopbrengst)      (variabele kosten)      (vaste kosten)

waarin:

- NCW = netto contante waarde (0)  
 dah = dynamische aanvangshuur (+ 0,5%-punt)  
 n = exploitatieduur (50 jaar)  
 h = groeivoet van de dynamische huur  
 r = rentevoet  
 V = variabele kosten in procenten van de stichtingskosten op t = 0 (1,2)  
 w = groeivoet van de variabele lasten  
 C = vaste lasten in procenten van de stichtingskosten op t = 0 (0,5)  
 S<sub>1</sub> = stichtingskosten in basisjaar (100)

De cijfers tussen haakjes zijn de door de overheid gehanteerde waarden 1).

\*De auteurs zijn studenten bedrijfseconomie aan de Katholieke Hogeschool Tilburg.

1) J. B. S. Conijn, Budgettaire consequenties van het dynamische-huur- en subsidiebeleid voor woningwetwoningen, *ESB*, 27 augustus 1980.

Vervolgens hebben we de met formule (1) berekende dynamische aanvangshuur gesubstitueerd in de door ons gecorrigeerde formule. De interne rentevoet 2) die dan kan worden berekend, geeft het werkelijke rendement aan. Onze gecorrigeerde formule luidt als volgt:

$$NCW = dah \sum_{t=1}^n \frac{(1+h)^{t-1}}{(1+irv)^t} - V \sum_{t=1}^n \frac{(1+w)^{t-1}}{(1+irv)^t} \quad (2)$$

waarin:  
 $irv =$  interne rentevoet  
 $V = 1,7$

$$-C \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+irv)^t} - S_1 + \frac{RW}{(1+irv)^t} = 0.$$

Ten aanzien van de restwaarde RW kiezen we drie mogelijke uitgangspunten voor onze berekeningen:

- $RW_0$  : er is géén restwaarde;
- $RW_1$  : de restwaarde onder de veronderstelling dat de woonprestaties van een huis lineair afnemen gedurende 75 jaar. In formulevorm:

$$RW_1 = RW_{\text{grond}} + RW_{\text{huis}}$$

$$RW_{\text{grond}} = 0,6 \cdot 0,3 \cdot S_1 \cdot (1+p)^t$$

$$RW_{\text{huis}} = 0,6 \cdot 0,7 \cdot S_1 \cdot \frac{100 - 1,33t}{100} \cdot (1+b)^t$$

- $RW_2$  : de restwaarde onder de veronderstelling dat de woonprestaties parabolisch afnemen. In formulevorm:

$$RW_2 = RW_{\text{grond}} + RW_{\text{huis}}$$

$$RW_{\text{grond}} = 0,6 \cdot 0,3 \cdot S_1 \cdot (1+p)^t$$

$$RW_{\text{huis}} = 0,6 \cdot 0,7 \cdot S_1 \cdot \frac{100 - 0,01778t^2}{100} \cdot (1+b)^t$$

De coëfficiënten bij  $RW_1$  en  $RW_2$  hebben de volgende betekenis:

- 0,6 = de waarde van een niet vrij opleverbaar huis in verhouding tot de waarde van een vrij opleverbaar huis 3);
- 0,3 = aandeel van de grond in de investering 4);
- 0,7 = aandeel van de opstallen in de investering 5);
- b = bouwkostenstijging;
- p = algemene prijsstijging;
- $\frac{100 - 1,33t}{100}$  en  $\frac{100 - 0,01778t^2}{100}$  geven de restwaarde van het huis op tijdstip t als fractie van de nieuwbouwwaarde op tijdstip t.

Hierbij merken wij op dat de volgens formule (2) verkregen interne rentevoet slechts een momentopname is. Beleggen in woningen is echter een lange-termijnaangelegenheid waarbij de parameters niet eenduidig vast te stellen zijn. Derhalve hebben wij gekozen voor het bepalen van de gevoeligheid van het rendement voor (gezien de looptijd extreme) wijzigingen in de factoren die bij de calculaties van de dynamische-kostprijsuur een rol spelen. Hierbij veronderstellen we dat extreme waarden van de parameters leiden tot extreme waarden van de interne rentevoet. De maxima en de minima worden weergegeven in tabel 1.

Tabel 1. Extreme waarden van de parameters, te gebruiken in formule (1) en (2)

Parameter	Maximum	Minimum
p	6	5 a)
w	9	6,5
h	6,9	5
i	9,25	7
b	8	6

a) Onze berekeningen hebben aangetoond dat bij uiteenlopende waarden van p, en de daarop aangepaste overige parameters, de rendementen nauwelijks verschillen. Derhalve geven wij alleen de resultaten behorende bij p = 6.

Gegeven de vaste waarde van de parameter voor de algemene prijsstijging komen wij op grond van tabel 1 tot drie reeksen – één voor elke restwaardemethode – van zestien verschillende gevallen. In bijgaand schema worden deze met hoofdletters aangegeven en de reeksen met de suffices 0, 1 en 2.

Schema. Combinaties van restwaardemethoden en extreme parameterwaarden

			RW <sub>0</sub>	RW <sub>1</sub>	RW <sub>2</sub>		
P=6	h=6,9	b=8	w=9	i=9,25	A <sub>0</sub>	A <sub>1</sub>	A <sub>2</sub>
			i=7	B <sub>0</sub>	B <sub>1</sub>	B <sub>2</sub>	
		w=6,5	i=9,25	C <sub>0</sub>	C <sub>1</sub>	C <sub>2</sub>	
			i=7	D <sub>0</sub>	D <sub>1</sub>	D <sub>2</sub>	
		b=6	w=9	i=9,25	E <sub>0</sub>	E <sub>1</sub>	E <sub>2</sub>
			i=7	F <sub>0</sub>	F <sub>1</sub>	F <sub>2</sub>	
	w=6,5	i=9,25	G <sub>0</sub>	G <sub>1</sub>	G <sub>2</sub>		
		i=7	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>	H <sub>2</sub>		
	h=5	b=8	w=9	i=9,25	I <sub>0</sub>	I <sub>1</sub>	I <sub>2</sub>
			i=7	J <sub>0</sub>	J <sub>1</sub>	J <sub>2</sub>	
		w=6,5	i=9,25	K <sub>0</sub>	K <sub>1</sub>	K <sub>2</sub>	
			i=7	L <sub>0</sub>	L <sub>1</sub>	L <sub>2</sub>	
b=6		w=9	i=9,25	M <sub>0</sub>	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	
		i=7	N <sub>0</sub>	N <sub>1</sub>	N <sub>2</sub>		
w=6,5	i=9,25	O <sub>0</sub>	O <sub>1</sub>	O <sub>2</sub>			
	i=7	P <sub>0</sub>	P <sub>1</sub>	P <sub>2</sub>			

- Voor ieder geval is berekend:
- dah : de dynamische-aanvangshuur bij de officiële waarden van de overige variabelen;
  - i : de specifieke intrestvoet;
  - irvm : het rendement dat behaald wordt bij de optimale verhuurperiode, het maximale rendement;
  - irv : het rendement indien de verhuurtijd vijftig jaar is. Deze waarde is opgenomen omdat hierdoor een vergelijking mogelijk is met het gegarandeerde rendement dat uitgaat van een verhuurperiode van vijftig jaar;
  - tirvm : de optimale verhuurperiode. Deze cijfers zijn belangrijk omdat bij onze berekeningen looptijden resulteren die korter zijn dan vijftig jaar, wat voor beleggers belangrijk is;
  - periode : omdat wij rekening houden met de verkoop van het huis na een optimale verhuurtijd is het van belang te weten of het exact op tijd verkopen van het huis van grote invloed is op het rendement. De periode geeft aan het tijdsinterval waarbinnen men het project kan beëindigen zonder dat het rendement meer dan 0,5%-punt onder het maximaal mogelijke daalt;

- De keuze van de irv-methode is als volgt te rechtvaardigen:
  - gezien de grote woningbehoefte, ook op de lange termijn, en de overheidsgaranties is herbelegging tegen een gelijk rendement mogelijk;
  - van vroeg renderende projecten, die met de irv-methode gunstiger schijnen, is géén sprake;
  - in situaties waarin meer dan één tekenwisseling in de netto cash-flows voorkomt, kan het zo zijn dat het rendement niet meer éénduidig vastligt. Onze berekeningen hebben echter wel altijd éénduidige rendementen opgeleverd (de berekeningen werden uitgevoerd m.b.v. Prosperprogrammatuur en gedraaid op de ICL 2906 computer van de Katholieke Hogeschool Tilburg).
- Bron: ABP en Nederlandse Bond van Makelaars.
- Bron: ABP. Inmiddels hanteert het ABP hiervoor een verhouding van 0,2 : 0,8, wat een geringe vertekening van onze resultaten kan geven.
- Idem.

- irvm-i : het maximale rendement minus het rendement op staatsobligaties;  
 irvm-p : het maximale rendement minus de inflatie, met andere woorden het reële rendement. Deze kolom is toegevoegd omdat hieruit een invloed op het reële rendement kan blijken, die afwijkt van de invloed op irvm-i.

De resultaten van deze berekeningen zijn weergegeven in de tabellen 2, 3 en 4. (De dynamische aanvangshuren zijn berekend voor investeringsbedragen van f. 10.000.)

Tabel 2. Uitkomsten van dynamische-kostprijsuurcalculatie volgens gecorrigeerde formule, restwaardemethode 1,  $p = 6$  a)

	dah	i	irvm	irv t=50	tirvm	periode	irvm-i	irvm-p
A <sub>0</sub>	610	9,25	8,80	8,80	50	45-50	-0,45	2,80
B <sub>0</sub>	480	7	6,01	6,01	50	45-50	-0,99	0,01
C <sub>0</sub>	540	9,25	9,31	9,31	50	45-50	0,06	3,31
D <sub>0</sub>	390	7	6,92	6,92	50	-50	-0,08	0,92
E <sub>0</sub>	610	9,25	8,80	8,80	50	45-50	-0,45	2,80
F <sub>0</sub>	480	7	6,01	8,01	50	45-50	-0,99	0,01
G <sub>0</sub>	540	9,25	9,31	9,31	50	45-50	0,06	3,31
H <sub>0</sub>	390	7	6,92	6,92	50	-50	-0,08	0,92
I <sub>0</sub>	830	9,25	8,43	8,32	45	35-50	-0,82	2,43
J <sub>0</sub>	700	7	5,79	5,50	40	35-50	-1,21	-0,21
K <sub>0</sub>	720	9,25	8,97	8,97	50	45-50	-0,28	2,97
L <sub>0</sub>	560	7	6,58	6,58	50	45-50	-0,42	0,58
M <sub>0</sub>	830	9,25	8,43	8,32	45	35-50	-0,82	2,43
N <sub>0</sub>	700	7	5,79	5,50	40	35-50	-1,21	-0,21
O <sub>0</sub>	720	9,25	8,97	8,97	50	45-50	-0,28	2,97
P <sub>0</sub>	560	7	6,58	6,58	50	45-50	-0,42	0,58

a) Zie tekst voor verklaring van de gebruikte symbolen.

Gezien de cijfers in tabel 2 is het niet verwonderlijk dat de beleggers zich uit de woningmarkt hebben teruggetrokken. Het behaalde rendement blijkt over het algemeen onder het rendement op staatsleningen te liggen, terwijl de looptijden vrij lang zijn.

Tabel 3. Uitkomsten van dynamische-kostprijsuurcalculatie volgens gecorrigeerde formule, restwaardemethode 1,  $p = 6$  a)

	dah	i	irvm	irv t=50	tirvm	periode	irvm-i	irvm-p
A <sub>1</sub>	610	9,25	9,50	9,50	50	30-50	0,25	3,50
B <sub>1</sub>	480	7	7,67	7,66	40	25-50	0,67	1,67
C <sub>1</sub>	540	9,25	9,83	9,83	50	40-50	0,58	3,83
D <sub>1</sub>	390	7	7,98	7,98	50	40-50	0,98	1,98
E <sub>1</sub>	610	9,25	9,25	9,25	50	35-50	0,00	3,25
F <sub>1</sub>	480	7	7,13	7,12	45	30-50	0,13	1,13
G <sub>1</sub>	540	9,25	9,64	9,64	50	40-50	0,39	3,64
H <sub>1</sub>	390	7	7,62	7,62	50	45-50	0,62	1,62
I <sub>1</sub>	830	9,25	10,00	9,39	30	20-45	0,75	4,00
J <sub>1</sub>	700	7	8,54	7,62	30	20-45	1,54	2,54
K <sub>1</sub>	720	9,25	9,69	9,69	45	25-50	0,44	3,69
L <sub>1</sub>	560	7	7,99	9,96	45	25-50	0,23	3,48
M <sub>1</sub>	830	9,25	9,48	9,05	30	20-50	0,23	3,48
N <sub>1</sub>	700	7	7,87	6,95	30	20-45	0,87	1,87
O <sub>1</sub>	720	9,25	9,43	9,43	50	30-50	0,18	3,43
P <sub>1</sub>	560	7	7,53	7,53	50	30-50	0,53	1,53

a) Zie tekst voor verklaring van de gebruikte symbolen.

In alle gevallen ligt het rendement bij toepassing van restwaardemethode 1 (zie tabel 3) boven het niveau van de rente op staatsobligaties en de looptijd is aanzienlijk korter dan bij tabel 2. Deze cijfers geven op het eerste gezicht geen ongunstig beeld van de rendementen die met het systeem van de dynamische-kostprijsuur kunnen worden bereikt.

De resultaten in tabel 4 zijn nog iets gunstiger dan die in tabel 3.

Uit de cijfers in de tabellen 2 t/m 4 blijkt dat het rekening houden met een restwaarde van wezenlijke invloed is op het rendement. Een hogere restwaarde geeft een eenmalige

Tabel 4. Uitkomsten van dynamische-kostprijsuurcalculatie volgens gecorrigeerde formule, restwaardemethode 2,  $p = 6$  a)

	dah	i	irvm	irv t=50	tirvm	periode	irvm-i	irvm-p
A <sub>2</sub>	610	9,25	9,76	9,73	40	25-50	0,51	3,76
B <sub>2</sub>	480	7	8,15	8,01	40	25-50	1,15	2,15
C <sub>2</sub>	540	9,25	10,02	10,02	50	35-50	0,77	4,02
D <sub>2</sub>	390	7	8,29	8,29	50	35-50	1,29	2,29
E <sub>2</sub>	610	9,25	9,36	9,36	50	30-50	0,11	3,36
F <sub>2</sub>	480	7	7,40	7,35	45	30-50	0,40	1,40
G <sub>2</sub>	540	9,25	9,73	9,73	50	40-50	0,48	3,73
H <sub>2</sub>	390	7	7,78	7,78	50	40-50	0,78	1,78
I <sub>2</sub>	830	9,25	10,42	9,70	25	20-45	1,17	4,42
J <sub>2</sub>	700	7	9,06	8,14	25	20-40	2,06	3,06
K <sub>2</sub>	720	9,25	10,01	9,91	35	20-50	0,76	4,01
L <sub>2</sub>	560	7	8,44	8,34	40	25-50	1,44	2,44
M <sub>2</sub>	830	9,25	9,77	9,21	30	25-45	0,52	3,77
N <sub>2</sub>	700	7	8,25	7,28	30	20-40	1,25	2,25
O <sub>2</sub>	720	9,25	9,54	9,54	50	35-50	0,29	3,54
P <sub>2</sub>	560	7	7,74	7,73	45	25-50	0,74	1,74

a) Zie tekst voor verklaring van de gebruikte symbolen.

positieve cash-flow en daarmee een hoger rendement. Het systeem van de restwaardeberekening blijkt van minder groot belang te zijn. Het verschil in gemiddeld rendement tussen de gevallen die zijn berekend met  $RW_0$  en die met  $RW_2$  is 1,39 procentpunt ten gunste van  $RW_2$ , terwijl het gemiddeld rendement bij  $RW_1$  slechts 0,29 procentpunt lager ligt dan bij  $RW_2$ .

Behalve de invloed van de restwaarden kunnen uit deze tabellen ook de invloeden van de overige parameters berekend worden. Kortheidshalve volstaan wij met een samenvatting van de door ons gevonden resultaten.

Tabel 5. Overzicht van andere invloeden op het rendement dan de restwaarde

Parameter	Correlatie tussen parameter en rendement	Specifieke voorwaarden
i	positief	$RW_0$
i	negatief	$RW_1$ of $RW_2$
w	positief	korte looptijd (< 35 jaar)
w	negatief	lange looptijd (> 35 jaar)
b	positief	alleen bij $RW_1$ en $RW_2$
h	positief	$RW_0$
h	positief	$RW_1$ of $RW_2$ , lange looptijd
h	negatief	$RW_1$ of $RW_2$ , korte looptijd

Bij het overzien van alle invloeden blijkt geen van de parameters een overheersende rol te spelen. Het feit dat extreme waarden van de parameters niet leiden tot uitschieters in de rendementen betekent dat de marge waarbinnen het rendement varieert vrij nauw is. Verder worden de rendementen, dus ook de reële, genivelleerd, hetgeen een door de beleggers hooggewaardeerde risicoverkleining met zich brengt. Het risicoverkleinend effect van het meenemen van de restwaarde in de rendementsberekening blijkt uit de volgende cijfers:

- standaarddeviatie irvm-p bij  $RW_0 = 1,33$
- standaarddeviatie irvm-p bij  $RW_1 = 0,959$
- standaarddeviatie irvm-p bij  $RW_2 = 0,933$

Concluderend kunnen we stellen dat beleggen in de woningbouw uit rendementsoogpunt aantrekkelijker is dan beleggen in staatsobligaties. Of dit argument doorslaggevend kan zijn voor beleggers, hangt af van het risico dat gepaard gaat met beleggen in de woningmarkt. Met een globale analyse hiervan zullen we nu vervolgen.

## Risico

Investeren in huurwoningen betekent o.a. een lage omloop-

snelheid van het vermogen en een geringe flexibiliteit in het leningsbeleid. Afgezien daarvan heeft het overheidsbeleid van de laatste jaren een aantal specifieke risico's toegevoegd, te weten:

- factoren die de restwaarde doen dalen (b.v. verkoopbelemmeringen door de gemeenten);
- de werking van het dynamische-kostprijshuursysteem;
- de betrouwbaarheid van de overheid als subsidieverschaffer.

Het rekening houden met een restwaarde van een project bij een te beschouwen looptijd van vijftig jaar, is zonder meer verantwoord, gezien de veel langere levensduur. Het door ons berekende rendement is in belangrijke mate afhankelijk van de restwaarde. Stelden wij dat de methode van restwaardeberekening niet zo'n grote invloed heeft op het rendement, de absolute hoogte van de restwaarde heeft dat natuurlijk wel. Een schatting van de restwaarde over tientallen jaren is een hachelijke zaak. Het risico van verschillen tussen schatting en uiteindelijke realisatie mag niet worden onderschat. De restwaarden die wij hanteren zijn ons inziens echter conservatieve schattingen:

- de waarde van de opstallen (exclusief afschrijving) stijgt gelijk aan de bouwkosten 6);
- de waarde van de grond stijgt gelijk aan de inflatie 7);
- de waarde van de opstallen is gesteld op 60% van de waarde bij vrije oplevering.

Er is overigens een duidelijk streven bij gemeenten en centrale overheid om meer zeggenschap te verkrijgen over de huurwoningen. Verhuurbepalingen, verkoopbelemmeringen, vorderingsrecht enz. kunnen een ernstige aantasting van het rendement betekenen. Daardoor zouden onze schattingen wellicht toch nog te optimistisch zijn.

Het feit dat een project onder het systeem van de dynamische-kostprijshuur pas na jaren een positief rendement oplevert, maakt het voor sommige beleggers, gezien hun cashflowverwachtingen, moeilijk om in deze markt te beleggen, met name om dat een aantal jaren achter elkaar te doen. In dit verband kan worden opgemerkt dat een institutionele belegger wellicht toch meer aandacht heeft voor de terugverdienperiode van een investering als een indicatie van het risico dan door ons in dit artikel is aangenomen. Het systeem van de dynamische-kostprijshuur betekent dan een duidelijke verslechtering ten opzichte van de traditionele methode. In onze studie konden wij wel vaststellen dat de optimale looptijd belangrijk korter is dan de vijftig jaar, waar het huidige systeem van uitgaat. Daarbij moet er natuurlijk van worden uitgegaan dat de woning kan worden afgestoten, en dat dit sociaal aanvaardbaar is.

Uit onze contacten met beleggers bleek de mogelijkheid dat de overheid de reeds aangegane verplichtingen niet zal nakomen, een zware, zo niet doorslaggevende, factor. Men ageerde niet zozeer tegen de bedoeling van het systeem van de dynamische-kostprijshuur, het onmogelijk maken van het realiseren van exploitatiewinsten, als wel tegen de manier waarop de subsidielast door de overheid voor zich werd uitgeschoven. De vrees dat de overheid haar verplichtingen niet zal nakomen is gebaseerd op de explosieve ontwikkeling van de overheidssubsidies, die tot grote budgettaire moeilijkheden kunnen leiden 8). Staatssecretaris Brokx heeft er in een bijeenkomst met de Bedrijfspensioenfondsen nog eens op gewezen dat deze twijfels onnodig zijn 9). Tegen het toenemende gebruik van erfpacht door gemeenten maken beleggers vanuit rendementsoogpunt eveneens terechte bezwaren, zo moesten wij in onze studie constateren.

Uit de geringe belangstelling van de beleggers voor de huurwoningmarkt, sinds de invoering van het huidige systeem, blijkt dat de verhouding tussen rendement en risico als ongunstig wordt ervaren. De primaire verantwoordelijkheid van de institutionele belegger ligt bij de deelgerechtigden, en niet in het oplossen van de woningnood. Daarom blijft het

risico-aspect van belang, ook al kan het beleid van de beleggers gedeeltelijk worden verklaard door een lagere rendementsverwachting dan uit ons onderzoek is gebleken. Reacties 10) op een eerder artikel van onze hand 11) sterken ons in de mening dat inderdaad een redelijk rendement te realiseren is. Men trekt zich terug op het argument dat het klimaat de beleggers hindert, daarmee de bal weer terugspelelend naar de overheid. Zonder daar verder op in te gaan willen wij één van de belangrijkste middelen die de overheid heeft, namelijk de huurharmonisatie, noemen. De huurharmonisatie, die al sinds jaar en dag wordt aanbevolen, zou het functioneren van de woningmarkt verbeteren en de subsidie-last van de overheid verkleinen. Beide gevolgen reduceren het risico van de belegger, zodat de animo om onder het systeem van de dynamische-kostprijshuur te beleggen zal toenemen, zonder dat dit de overheid geld zal kosten. De reële rendementen liggen immers voldoende hoog.

**L. H. P. L. H. Habets**  
**A. A. J. Kluytmans**  
**J. L. A. Kruizinga**  
**G. H. P. Kurvers**  
**F. J. A. Las**

- 
- 6) G. ter Veer, *Beleggingsbeleid in heden en verleden*, 1978.  
7) Floor, *Beschouwingen over de bevordering van de volkshuisvesting*, 1971.  
8) Conijn, op. cit. Zie o.a. recente publikaties van het EIB.  
9) Zie *de Volkskrant*, 29 januari 1981.  
10) Mr. W. L. van Leeuwen, *de Volkskrant*, 16 januari 1981.  
11) *de Volkskrant*, 6 januari 1981.
-