



Indexleningen voor woningcorporaties

Auteur(s):

Kramer, B.

*Consultant risicomangement bij ORTEC Consultants en Universitair docent bedrijfseconomie bij de Katholieke Universiteit Brabant.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4206, pagina 412, 28 mei 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiering

Lenen tegen een vaste reële rente in plaats van een nominale, is vooral interessant als de inkomsten sterk afhankelijk zijn van de inflatie. Dat is het geval bij woningcorporaties.

Indexleningen kunnen zich verheugen in een regelmatig terugkerende belangstelling. Tot de daadwerkelijke uitgifte van dit type lening op grote schaal is het in Nederland echter nog niet gekomen. Volgens een in 1990 uitgevoerde enquête ¹ is er sprake van een duidelijke en substantiële behoefte aan indexleningen bij pensioenfondsen ². Discussies hebben zich met name gericht op de vraag of het voor de overheid interessant is om indexleningen uit te geven ³. Recentelijk is deze discussie weer aangewakkerd, in verband met de naderende introductie van de euro, door [Arnold](#) in *ESB* van 12 juni 1998 en, in reactie daarop, [Brits en Oort](#) in *ESB* van 28 augustus 1998. Bij het ministerie van Financiën en De Nederlandsche Bank overheerst vooralsnog scepsis over de voordelen van het uitschrijven van indexleningen door de Nederlandse Staat. In dit artikel wordt stil gestaan bij een andere partij die mogelijk baat heeft bij de uitgifte van indexleningen: woningcorporaties.

Indexleningen

Indexleningen zijn leningen waarbij de rentebetalingen en/of de hoofdsom aangepast worden aan de inflatie. We kijken in deze analyse uitsluitend naar indexleningen waarbij alleen de rentebetalingen geïndexeerd worden ⁴. Indexleningen lijken op het eerste gezicht risicovoller dan nominale leningen. Tenslotte varieert het rentepercentage iedere periode met de inflatie. Financiering met indexleningen is dan ook met name interessant wanneer de inkomende kasstromen op een vergelijkbare wijze variëren met inflatie. We zullen laten zien dat dit bij woningcorporaties het geval is.

Woningcorporaties

Woningcorporaties staan de laatste tijd volop in de belangstelling vanwege de plannen van staatssecretaris Remkes. Deze wil de corporaties toestaan om naast de sociale verhuur meer commerciële activiteiten te ontplooien. Deze plannen hebben veel verzet opgeroepen in de Tweede Kamer. De Kamer vindt dat de corporaties zich moeten blijven concentreren op de sociale doelgroep.

De huidige discussie markeert een volgende stap in het veranderingsproces dat de corporatiesector doormaakt sinds 1994. In dat jaar sneed de overheid de banden met de woningcorporaties grotendeels door. Sindsdien zijn deze genoodzaakt om bedrijfsmatiger te werken. Hierbij moet steeds een evenwicht gevonden worden tussen de sociale doelstelling (het aanbieden van betaalbare huurwoningen) en de financiële continuïteit. Financiële continuïteit uit zich niet alleen in de verwachte ontwikkeling van het eigen vermogen maar ook in het risico. Te denken valt aan de fluctuaties van het eigen vermogen en de kans dat het eigen vermogen negatief wordt. Woningcorporaties zijn dus gebaat bij instrumenten die de financiële continuïteit kunnen verbeteren zodat het eenvoudiger wordt om op een financieel verantwoorde wijze de sociale doelstelling te halen. Verbeteringen kunnen zowel betrekking hebben op een hoger verwacht eigen vermogen als op een lager risico. Eventuele commerciële activiteiten zullen met name gericht zijn op het verhogen van het eigen vermogen. Indexleningen zouden met name interessant kunnen zijn doordat ze het risico dat een corporatie loopt, verkleinen.

In [tabel 1](#) staat de vereenvoudigde weergave van een typische balans en winst- en verliesrekening van een woningcorporatie. De belangrijkste inkomsten voor woningcorporaties worden gevormd door de huren. De belangrijkste uitgaven zijn de rentelasten, gevolgd door de kosten voor onderhoud aan de woningen.

Tabel 1. Verlies en winstrekening en balans van een woningcorporatie

Winst- en verliesrekening			
huuropbrengsten	82%	rentelasten	52%
overige opbrengsten	18%	onderhoud	20%
		afschrijvingen	10%
		lonen en salarissen	7%
		overige kosten	11%

Balans

woningen	84%	eigen vermogen	9%
overige activa	16%	lang vreemd vermogen	75%
		kort vreemd vermogen	8%
		overige passiva	8%

Bron: Aedes, Bedrijfstakinformatie 1997: Kengetallen van de Nederlandse woningcorporaties, 1998.

De meeste corporaties hanteren een huurbeleid waarbij de huurverhoging afhankelijk is van de prijsinflatie in het voorgaande jaar. De (huur)inkomsten zijn dus sterk gecorreleerd met de prijsinflatie. Het risico dat een corporatie loopt op het eigen vermogen hangt in sterke mate samen met het gemiddelde niveau van en de fluctuatie in de netto kasstromen. Daar de inkomsten inflatievolgend zijn, kan de fluctuatie in de netto kasstromen worden verminderd door ook de uitgaven inflatievolgend te maken. Aangezien de rentelasten in het algemeen de grootste kostenpost zijn, en veel van de overige kostenposten al gerelateerd zijn aan prijs- of looninflatie, lijkt op dit gebied de meeste eer te behalen. In de volgende paragraaf worden daarom de resultaten gepresenteerd van een analyse naar de toegevoegde waarde van financiering met indexleningen voor woningcorporaties.

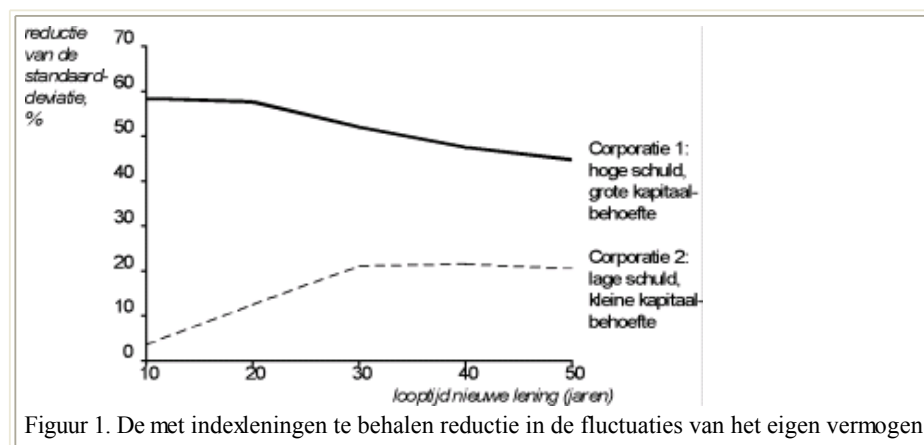
Het voordeel van indexleningen

Om de invloed van de financieringsmethode op de doelstellingen van de corporatie inzichtelijk te maken is gebruik gemaakt van een risico-analysemodel. Dit model toont de financiële risico's van de corporatie, rekening houdend met onzekere externe factoren zoals het economische klimaat (o.a. inflatie en rentestand). Hierbij wordt gebruik gemaakt van scenario-analyse om de gevoeligheid voor deze onzekere externe factoren in beeld te brengen.

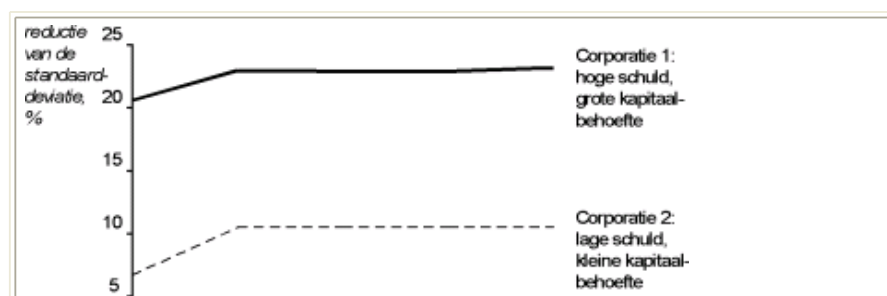
Voor het genereren van scenario's voor de onzekere externe factoren is gebruik gemaakt van een zogenaamd vector auto-regressief (VAR)-model ⁵. Met een dergelijk model is het mogelijk om scenario's te genereren waarvan de gemiddelden en (auto)covarianties overeenstemmen met de karakteristieken berekend voor historische data. De belangrijkste onzekere factoren zijn hier prijsinflatie en de rentetermijnstructuur. Voor de verwachte inflatie voor de komende jaren wordt een percentage van twee procent gehanteerd. Over de periode 1966-1997 bedroegen de gerealiseerde driemaands kasrente en de reële lange rente respectievelijk 3% en 4,2%. We nemen aan dat dit gemiddeld genomen (dat wil zeggen over alle scenario's) ook voor de komende jaren opgaat ⁶.

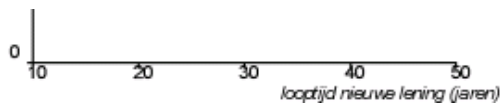
De reële rente op nieuwe indexleningen wordt gevormd door de nominale rente voor een lening met dezelfde looptijd, verminderd met de prijsinflatie op dat moment. Gemiddeld genomen zijn indexleningen even duur als nominale leningen (er wordt dus afgezien van een korting vanwege een eventueel wegvallende inflatierisicopremie). Doordat beide leningstypen gemiddeld genomen even duur zijn heeft het type lening geen invloed op de verwachte ontwikkeling van het eigen vermogen. We kijken daarom verder alleen naar het risico dat een corporatie loopt.

In de analyse is het risico van twee bestaande woningcorporaties onderzocht. Deze corporaties verschillen onder andere in de omvang van de schuldenportefeuille en de toekomstige financieringsbehoefte. Aangenomen is dat het beleid exact gelijk is aan het daadwerkelijk door deze corporaties gevoerde beleid, met uitzondering van de gebruikte financieringsmethode. Beide corporaties hebben een inflatievolgend huurbeleid. De analyse-horizon is twintig jaar. Dat wil zeggen, we kijken naar de financiële positie van de corporaties over de periode 1998-2017. Als risicomatstaven nemen we de standaarddeviaties van het eigen vermogen en van het jaarresultaat. De laatste risicomatstaf geeft een indicatie van de volatiliteit van de netto kasstromen. Als financieringsstrategieën zijn onderscheiden: aantrekken van het benodigde vermogen door middel van nominale versus indexleningen met vaste looptijden van respectievelijk 10, 20, 30, 40 en 50 jaar. De resultaten zijn weergegeven in [figuur 1](#) en [figuur 2](#).



Figuur 1. De met indexleningen te behalen reductie in de fluctuaties van het eigen vermogen





Figuur 2. De met indexleningen te behalen reductie in de fluctuaties van het jaarresultaat

[figuur 1](#) toont de afname in procenten van de standaarddeviatie van het eigen vermogen als de corporatie met indexleningen gaat financieren in plaats van met nominale leningen. Voor corporatie 1 leidt dit tot een risicoreductie van 45 tot 60%. Voor corporatie 2 is dit 4 tot 20%. Dus voor beide corporaties geldt, dat financiering met indexleningen leidt tot een lagere volatiliteit van het eigen vermogen. De omvang van de te behalen risicoreductie varieert echter sterk. De verschillen tussen de corporaties zijn ondermeer te verklaren door de verschillen in de huidige omvang van de schuldenportefeuille. Voor corporatie 1 is dit 90% van het balanstotaal, voor corporatie 2 60%. Ook de toekomstige financieringsbehoefte is van invloed. Corporatie 1 heeft de komende jaren een veel sterkere behoefte aan nieuw kapitaal dan corporatie 2. De gekozen financieringsstrategie heeft daarom bij corporatie 1 veel meer invloed op het eigen vermogen dan bij corporatie 2.

Opvallend in [figuur 1](#) is verder, dat de te behalen risicoreductie afneemt met de looptijd van nieuwe leningen voor corporatie 1 en toeneemt voor corporatie 2. Dit wordt veroorzaakt door twee tegenovergestelde effecten. Ten eerste hoeft, door een lagere liquiditeitsbehoefte in latere jaren, veroorzaakt door minder geplande nieuwe investeringen, de aflossing van leningen niet volledig geherfinancierd te worden. De schuldenportefeuille neemt bij relatief kort lenen in de tweede helft van de periode langzamerhand af, en dus ook de invloed van de financieringsstrategie. Ten tweede, hiermee verband houdend, kunnen bij lang lenen de vrij komende liquide middelen niet aangewend worden voor aflossing van vrijvallende leningen. Dit geld blijft op de lopende rekening staan en genereert rente-opbrengsten. Deze zijn echter niet perfect gecorreleerd met de inflatie. Er ontstaat dus enige 'mismatch'. Bij corporatie 1 wint het tweede effect, bij corporatie 2 het eerste. Bij een over de hele twintig jaar constant investeringsniveau verdwijnen deze effecten. In dat geval is de risicoreductie onafhankelijk van de looptijd van de leningen.

[figuur 2](#) toont de afname in procenten van de standaarddeviatie van het jaarresultaat. Ook hier is te zien dat financiering met indexleningen leidt tot lagere risico's. De reductie bedraagt 20 tot 24% voor corporatie 1 en 6 tot 11% voor corporatie 2. Ook dit verschil is weer te verklaren door de grotere schuldenlast van corporatie 1. Bij corporatie 1 bedragen de rentelasten circa 70% van de huurinkomsten, bij corporatie 2 is dit 60%.

Conclusie

Uit bovenstaande analyses blijkt dat het risico dat woningcorporaties lopen sterk kan worden gereduceerd door het financieren met indexleningen in plaats van met nominale leningen. De omvang van de reductie die behaald kan worden verschilt per corporatie. De uitkomsten zijn onder andere afhankelijk van het gevoerde huurbeleid, de omvang van de schuldenportefeuille en van de toekomstige liquiditeitsbehoefte. Ook de gemaakte economische aannames hebben invloed op de omvang van de reductie. In alle gevallen blijft er echter sprake van risicoreductie. In totaal heeft de corporatiesector circa 140 miljard gulden geleend. Als ook de interesse voor indexleningen vanuit de pensioenfondsen wordt meegenomen, lijkt er een aanzienlijke markt voor dit type leningen te bestaan

1 K.P. Goudswaard en J. de Haan, Het marktpotentieel van indexleningen, *ESB*, 24 oktober 1990,

2 Uit recentelijk uitgevoerde analyses blijkt dat beleggen in indexleningen voor pensioenfondsen tot een significante kostenneutrale reductie van het solvabiliteitsrisico leidt.

3 Zie onder meer: K.P. Goudswaard en J. de Haan, Voor- en nadelen van indexleningen, *Openbare Uitgaven*, nr. 5, 1990; M. Damm en M. Smink, Het risico van een indexlening, *ESB*, 9 oktober 1991; P. Vlaar, [Wie wil er indexleningen uitgeven](#), *ESB*, 16 oktober 1996; J.H. Brits en R.M. Oort, Budgettaire consequenties van indexleningen, *Openbare Uitgaven*, nr. 2, 1997.

4 Uit hier niet gerapporteerde analyses blijkt dat de conclusies niet wezenlijk veranderen als gebruik wordt gemaakt van andere typen indexleningen.

5 Zie bijvoorbeeld C.A. Sims, *Macroeconomics and Reality*, *Econometrica*, nr. 1, 1980.

6 De rente voor de tussenliggende looptijden wordt bepaald met de zogenaamde Nelson & Siegel zero-coupon yield curve, zie C.R. Nelson en A.F. Siegel, Parsimonious modeling of yield curves, *Journal of Business*, 1987, 473-489.