

Buffers voor macro-economische risico's

Onderzoek in opdracht van Aw en WSW

Maarten van 't Hek
Coen Ravesloot
Thomas Landman
Erik-Jan van der Goes

Mei 2024 – definitief



Inhoud

Management samenvatting	4
1. Inleiding.....	5
1.1. Leeswijzer.....	5
2. Opdracht en scope	6
2.1. Opdracht.....	6
2.2. Scope	6
3. Methodologie	7
3.1. De nieuwe beleidswaarde	7
3.2. Rekenmodel	8
3.3. Risicoanalyse.....	9
3.4. Bufferbepaling – achtergrond.....	10
3.5. Bufferbepaling – uitgangspunten	12
3.6. Rekenkundige verwerking.....	14
3.7. Niet-DAEB.....	16
4. Dataset	18
4.1. Samenstelling dataset.....	18
4.2. De Prognose informatie 2023 en bewerkingen	18
4.3. Basispad.....	21
4.4. Verschillenanalyse.....	22
5. Resultaten	23
5.1. Nieuwe beleidswaarde.....	23
5.2. Bijsturen.....	26
5.3. Risicoanalyse.....	27
5.4. Buffers.....	31
6. Vragen.....	34

Figuren

Figuur 1: Scenariowolk van macro-economische risicoanalyse met uitkomsten van de sectorale LTV.....	9
Figuur 2: balanceren tussen de hoogte en zekerheid van maatschappelijke prestaties bij het bepalen van een buffer.....	11
Figuur 3: zekerheidsintervallen getekend in de scenariowolk van het bijstuurscenario.....	14
Figuur 4: van uitkomst in de scenariowolk naar buffer.....	15
Figuur 5: welke corporaties ervaren de grootste schok?.....	15
Figuur 6: inzoomen op de corporaties die de grootste macro-economische schok ervaren.....	16
Figuur 7: LTV en ICR (DAEB) in dPi 2023, in 2023 en 2028.....	19
Figuur 8: Verloop sectorale ICR en LTV (DAEB) in dPi 2023.....	20
Figuur 9: LTV en ICR (DAEB) in model, in 2023 en 2028.....	21
Figuur 10: verloop sectorale ICR en LTV (DAEB) in dPi 2023 en model.....	21
Figuur 11: Verschillenanalyse uitkomst 2028 van LTV en ICR DAEB.....	22
Figuur 12: vergelijking oude en nieuwe beleidswaarde per woning, per corporatie.....	23
Figuur 13: vergelijking financiële positie per corporatie tussen oude en nieuwe beleidswaarde.....	24
Figuur 14: verhouding oude en nieuwe beleidswaarde per corporatie.....	24
Figuur 15: vergelijking oude en nieuwe beleidswaarde per woondealregio.....	25
Figuur 16: verhouding oude en nieuwe beleidswaarde per woondealregio.....	25
Figuur 17: Verloop sectorale LTV (DAEB) in dPi 2023 (oude beleidswaarde) en model met oude en nieuwe beleidswaarde.....	26
Figuur 18: impact van de bijstuurmaatregelen op het basisscenario.....	26
Figuur 19: vergelijking tussen de onzekerheid in de oude en nieuwe discontovoet.....	27
Figuur 20: Uitkomsten risicoanalyse sectorale LTV.....	28
Figuur 21: Uitkomsten risicoanalyse sectorale ICR.....	29
Figuur 22: Uitkomsten risicoanalyses LTV met bijstuurmaatregelen.....	30
Figuur 23: Percentielen bijstuurmaatregelen ten opzichte van het basisscenario.....	31
Figuur 24: Methodiek bufferbepaling.....	32

Tabellen

Tabel 1: bijstuurscenario's.....	12
Tabel 2: risicohoudingen.....	13
Tabel 3: investeringen in de dPi 2023 DAEB.....	20
Tabel 4: buffer LTV DAEB.....	31
Tabel 5: buffer ICR DAEB.....	32
Tabel 6: buffer solvabiliteit DAEB.....	32
Tabel 7: buffer dekkingsratio DAEB.....	33
Tabel 8: buffer LTV niet-DAEB.....	33
Tabel 9: buffer ICR niet-DAEB.....	33
Tabel 10: buffer solvabiliteit niet-DAEB.....	33

Management samenvatting

In opdracht van de Inspectie Leefomgeving en Transport - Autoriteit Woningcorporaties ("Aw") en Stichting Waarborgfonds Sociale Woningbouw ("WSW") heeft Ortec Finance B.V. ("Ortec Finance") onderzoek gedaan naar de benodigde buffer voor macro-economische risico's voor de financiële kengetallen uit het gezamenlijk beoordelingskader.

De aanleiding voor dit onderzoek is de invoering van de nieuwe beleidswaardeberekening. Omdat de beleidswaardeberekening verandert, wijzigen de uitkomsten voor LTV en solvabiliteit voor alle corporaties. Naast LTV en solvabiliteit is in dit onderzoek ook gekeken naar de andere kengetallen uit het gezamenlijk beoordelingskader, de ICR en dekkingsratio. De macro-economische buffers zijn bepaald voor de DAEB-tak en de niet-DAEB-tak apart.

Hoe hoog zijn de benodigde buffers voor macro-economische risico's?

De buffer voor macro-economische risico's wordt bepaald door te kijken naar de negatieve gevolgen die corporaties niet zelf kunnen opvangen in scenario's waar macro-economische stress optreedt. In onderstaande tabel zijn de uitkomsten weergegeven van de berekeningen van de buffer voor macro-economische risico's.

Buffer voor macro-economische risico's	DAEB	Niet-DAEB
LTV	31%	22%
Solvabiliteit	31%	17%
ICR	0,31	0,31
Dekkingsratio	26%	

Waarom een buffer voor macro-economische risico's?

Corporaties zijn zelf verantwoordelijk voor hun voortbestaan en hun financiële gezondheid. Corporaties zijn financieel gezond zolang er geen sprake is van een technisch default. Er is sprake van een technisch default als corporaties meer leningen hebben dan de beleidswaarde van het vastgoed (een LTV van meer dan 100%), als het eigen vermogen negatief is (een solvabiliteit kleiner dan 0%), als de rentelasten hoger zijn dan de operationele kasstroom (een ICR onder de 1) of als de marktwaarde van de leningen hoger is dan de marktwaarde van het bezit (een dekkingsratio van meer dan 100%).

Omdat corporaties investeren voor de lange termijn met veel vreemd vermogen kan het zo zijn dat negatieve macro-economische ontwikkelingen leiden tot een default. Een corporatie kan het beleid bijsturen om dit te voorkomen maar het is niet altijd mogelijk om alle negatieve effecten op te vangen met bijstuurmaatregelen. Het deel van de macro-economische risico's dat een corporatie niet zelf kan opvangen met bijstuurmaatregelen, zou als buffer aangehouden moeten worden.

Hoe zijn de buffers bepaald?

Ortec Finance heeft voor het bepalen van de buffer een model gemaakt waarin het macro-economische risico in beeld kan worden gebracht voor de dPi die corporaties hebben ingeleverd in december 2023. In het model wordt de nieuwe beleidswaarde berekend.

In dit onderzoek is de hoogte van de buffers gelinkt aan de mogelijkheid en wil tot bijsturen. Corporaties kunnen bijsturen door te bezuinigen op onderhoud, door minder te investeren en door de verkopen op te schroeven. Wanneer er veel kan worden bijgestuurd is er minder buffer nodig. In dat geval kunnen corporaties meer maatschappelijke prestaties leveren maar is er minder zekerheid over die maatschappelijke prestaties – als het tegenzit wordt er veel bijgestuurd. In dit onderzoek is met twee bijstuurscenario's gerekend. Beide bijstuurscenario's verschillen in de mate waarin wordt bijgestuurd en de geaccepteerde kans dat bijsturen nodig is.

De buffers zijn bepaald door eerst het verloop van de financiële kengetallen te berekenen bij het huidige beleid, met de nieuwe beleidswaarde. Vervolgens is berekend wat de uitkomsten zijn in scenario's waarin macro-economische risico's optreden en corporaties bijsturen. Het verschil tussen de uitkomst met het huidige beleid en het bijgestuurde beleid laat het macro-economische risico zien dat de corporatie niet zelf kan opvangen: daarvoor houden corporaties een buffer aan.

1. Inleiding

In opdracht van de Inspectie Leefomgeving en Transport - Autoriteit Woningcorporaties (“Aw”) en Stichting Waarborgfonds Sociale Woningbouw (“WSW”) heeft Ortec Finance B.V. (“Ortec Finance”) onderzoek gedaan naar de buffer voor macro-economische risico’s voor de financiële kengetallen uit het gezamenlijk beoordelingskader.

Omdat de berekening van de beleidswaarde wijzigt, moeten de grenswaarden voor een aantal van de financiële kengetallen uit het gezamenlijk beoordelingskader opnieuw bepaald worden. Aw en WSW hebben Ortec Finance opdracht gegeven om onderzoek te doen naar één onderdeel van de normen voor deze financiële kengetallen: de buffer voor macro-economische schokken.

Als onderdeel van de Woningwet 2015 zijn corporaties verplicht om hun vastgoed op uniforme wijze te waarderen. De uniforme waarderingsgrondslag is de marktwaarde.¹ De marktwaarde is een inschatting van de verkoopprijs van het vastgoed in verhuurde staat aan de hoogste biedende partij. Deze waarde geeft geen goed beeld van de financiële positie van de corporatie omdat corporaties de opbrengsten niet maximaliseren zoals marktpartijen dit doen. Daarom is de beleidswaarde ingevoerd. Hierbij wordt dezelfde berekening gemaakt als de marktwaarde, maar met uitgangspunten die gebaseerd zijn op de exploitatievoornemens van corporaties. Bij de invoering is toegezegd dat de nieuwe ingevoerde systematiek na vier jaar zou worden geëvalueerd.

In 2023 is een evaluatie uitgevoerd van de marktwaarde en de beleidswaarde.² Dit heeft aanleiding gegeven tot een aantal wijzigingen die zijn gepubliceerd in de Rtv. Op basis van deze wijzigingen verandert de beleidswaarde. Een wijziging van de beleidswaarde leidt niet noodzakelijkerwijs tot een andere financiële ruimte voor corporaties. Immers zijn de risico’s waar corporaties bloot aan staan niet gewijzigd door een andere waarderingsmethode.

1.1. Leeswijzer

In hoofdstuk 2 wordt de opdracht van Aw en WSW aan Ortec Finance geschetst, en de scope van het onderzoek. Hoofdstuk 3 bevat de methodologie, zowel hoe de nieuwe beleidswaarde in een model verwerkt is als de wijze waarop de buffer is bepaald. In hoofdstuk 4 is de dataset beschreven. Hoofdstuk 5 bevat de resultaten: de uitkomsten van de nieuwe beleidswaarde, de uitkomsten van de risicoanalyse en tot slot de buffers voor macro-economische risico’s.

¹ RJ 645

² Kst. II 29 453, nr. 563

2. Opdracht en scope

2.1. Opdracht

Ortec Finance is door Aw en WSW gevraagd om inzicht te geven in de benodigde buffers voor macro-economische risico's in de financiële kengetallen uit het *Gezamenlijk beoordelingskader Aw WSW*.³ De normen uit het gezamenlijk beoordelingskader zijn gebaseerd op een buffer: een stootkussen dat corporaties in staat stelt om, wanneer zij precies op die norm zitten, zelf een schok op te vangen.

Aan Ortec Finance is gevraagd uit te rekenen hoe hoog de buffer voor macro-economische risico's zou moeten zijn. De opdracht strekt zich in beginsel uit tot de buffers voor de LTV en de solvabiliteit, maar aanvullend is gekeken naar de ICR en de dekkingsratio. De vernieuwde beleidswaardeberekening leidt niet tot een andere ICR of dekkingsratio. Omdat het onderzoek alle kengetallen integraal beschouwt, wordt ook gekeken naar de buffer voor de ICR en dekkingsratio. Om te komen tot een goed onderbouwde buffer zal ook moeten worden beantwoord hoe deze buffer kan worden berekend.

2.2. Scope

Een aantal onderwerpen vallen buiten de scope van dit onderzoek. Het gaat om individuele buffers en niet om een stelselbuffer, om een aantal niet-macro-economische risico's, en het bekijken van andere financiële kengetallen.

Buffer voor individuele corporaties, niet voor het stelsel

In dit onderzoek is gekeken naar de macro-economische buffer die kan worden gehanteerd voor individuele corporaties. Dit is deels gedaan op bijstuurreacties. In de berekeningen is het beleid van alle corporaties bijgestuurd. In de praktijk zal dit niet gebeuren: alleen corporaties die in moeilijkheden komen zullen bijsturen. Er is niet gekeken of er in het stelsel voldoende buffers overblijven wanneer een deel van de corporaties door-investeert en alleen de corporaties bijsturen die in financiële moeilijkheden komen.

Verschillende soorten risico's

Het onderzoek beperkt zich tot de macro-economische risico's: het gaat hierbij onder andere om wijziging van de inflatie, loonstijging, huizenprijsontwikkeling of de ontwikkeling van bouw- en onderhoudskosten. Daarnaast wordt gekeken naar de ontwikkeling van de rente.

In de bepaling van de buffer voor financiële kengetallen kan daarnaast nog rekening worden gehouden met idiosyncratisch risico ("bedrijfsrisico"), het risico dat klimaatverandering vormt en het politieke risico.

Het politieke risico en het macro-economische risico beïnvloeden elkaar: het politieke risico is het risico dat regelgeving vanuit de Europese- of de Rijksoverheid leidt tot een fundamenteel andere financiële positie van corporaties.

Bij nieuwe regelgeving kan het zo zijn dat dit onderzoek opnieuw uitgevoerd moet worden: nieuwe regelgeving die de financiële positie van corporaties verandert kan leiden tot andere macro-economische gevoeligheid van de financiële positie en andere effecten van bijstuurmaatregelen. De buffer die in dit onderzoek is berekend kan dan mogelijk onvoldoende zijn en zal dus opnieuw moeten worden bepaald.

³ ILT-Aw en WSW (2022), *Gezamenlijk beoordelingskader Aw WSW 2022*, via: <https://www.wsw.nl/corporaties/gezamenlijk-beoordelingskader>

3. Methodologie

Dit hoofdstuk beschrijft de methodologie die gebruikt is om te komen tot berekeningen van de buffer voor macro-economische risico's die Aw en WSW kunnen hanteren in de normstelling van de financiële kengetallen.

In paragraaf 3.1 wordt de nieuwe beleidswaarde beschreven en de wijze waarop deze in de berekeningen is verwerkt. Paragraaf 3.2 beschrijft het rekenmodel dat is gebruikt in dit onderzoek. In paragraaf 3.3 wordt een aantal achtergronden gegeven van de risicoanalyses die gebruik zijn om de buffer te bepalen.

Vanaf paragraaf 3.4 wordt ingegaan op de wijze waarop de buffer kan worden bepaald. Paragraaf 3.4 bevat een aantal achtergronden over het hoe en waarom van een buffer. Paragraaf 3.5 gaat in op de rekenkundige uitgangspunten die nodig zijn en in paragraaf 3.6 is beschreven hoe de berekeningen worden vertaald naar een buffer.

Tot slot wordt in paragraaf 3.7 ingegaan op de niet-DAEB-tak.

3.1. De nieuwe beleidswaarde

Als gevolg van de evaluatie van de beleidswaarde⁴ die door SEO is uitgevoerd, is een aantal aanbevelingen geformuleerd⁵. Deze aanbevelingen hebben ertoe geleid dat de beleidswaarde vernieuwd wordt, met ingang van de eerstvolgende begrotingsronde (dPi 2024). Deze vernieuwde rekenregels zijn gepubliceerd op 31 januari 2024 in bijlage 11 van het 'Handboek voor modelmatig waarderen marktwaarde'. Hierin staat beschreven hoe deze nieuwe beleidswaarde berekend wordt. De belangrijkste wijzigingen ten opzichte van de huidige beleidswaarde zijn:

- Een sectorale discontovoet
- Looptijd van 60 jaar
- Onderhoudsbegroting rechtstreeks opnemen in de beleidswaarde
- Verplichte investeringen corrigeren op de waarde

In de huidige beleidswaarde wordt de discontovoet overgenomen vanuit de marktwaarde, waar deze complexspecifiek is. Dit leidt tot een grote variatie van de waarde van het vastgoed van corporaties. Daarnaast wordt de huidige discontovoet als te hoog en te volatiel gezien. Dit past volgens corporaties niet bij de risico's en ontwikkelingen die horen bij het vastgoed van corporaties. Daarom wordt er overgestapt naar een sectorale discontovoet gebaseerd op de sectorale benadering via de WACC (weighted average cost of capital, de gewogen gemiddelde kapitaalkostenvoet). Dit moet resulteren in een meer stabiele en lagere discontovoet die gelijk is voor de gehele sector. Deze aanpassing zorgt er voor alle corporaties voor dat de discontovoet (met 4,11% voor de DAEB-tak en 4,60% voor de niet-DAEB-tak) lager zal zijn dan de discontovoet vanuit de marktwaarde. Door deze aanpassing zal overal de beleidswaarde (fors) toenemen.

De volgende aanpassing betreft de looptijd van de exploitatiehorizon van het vastgoed. In de huidige rekenmethodiek wordt uitgegaan van de fictie van een oneindige exploitatie, een fictie die door velen als 'black box' wordt beschouwd en daarom niet makkelijk te doorgronden is. De fictie van oneindigheid wordt niet losgelaten maar de vorm waarin de fictie tot uitdrukking komt wordt aangepast: in plaats van een berekening van de contante waarde van een oneindige kasstroom worden kasstromen over een lange periode van 60 jaar contant gemaakt. De kasstromen na het 60^e jaar hebben door het contant maken nog zeer beperkte waarde. Op deze manier ontstaat een meer inzichtelijke benadering van de oneindigheid. Door deze aanpassing zal de waarde voor alle corporaties beperkt afnemen, omdat de wegvallende exploitatiekasstromen na het 60^e jaar ook nog wat waard zijn.

In de huidige beleidswaardeberekening wordt de onderhoudsbegroting van de corporatie meegenomen door een gemiddeld normbedrag uit te rekenen dat voor alle jaren gelijk is. De norm is een versimpeling van de werkelijkheid en is gebaseerd op een begroting die een veel grilliger kostenverloop kent dan deze norm doet vermoeden. De onderhoudsbegroting (per complex) kent vaak pieken en dalen en de timing van

⁴SEO (2023), *Gebruik van markt- en beleidswaarde in de praktijk*, via: www.volkshuisvestingnederland.nl/onderwerpen/opgaven-en-middelen-woningcorporaties

⁵BZK (2023), *Bijlage 2: Verbetervoorstellen beleidswaarde*, via www.volkshuisvestingnederland.nl/onderwerpen/opgaven-en-middelen-woningcorporaties

de uitschieters kan relevant zijn voor de hoogte van de waarde. Daarom wordt in de nieuwe beleidswaarde het uitmiddelen naar één norm losgelaten en landt de onderhoudsbegroting rechtstreeks in de waardering. Dit zal voor elke corporatie anders uitpakken. In dit onderzoek is deze aanpassing niet meegenomen in de berekening. Hiervoor is simpelweg onvoldoende informatie beschikbaar in de dPi 2023. Het uitgangspunt dat in de analyse wordt gehanteerd is dat de norm op corporatieniveau overeenkomt met de gedetailleerde onderhoudsbegrotingen waar de norm van afgeleid is.

Als laatst hebben ook de verplichte investeringen voor het uitfaseren van de EFG-labels een plek gekregen in de nieuwe waardering. In de nieuwe beleidswaarde zal voor deze labels extra achterstallig onderhoud worden opgenomen. De hoogtes van deze correctie zijn voorgeschreven. Alle andere investeringen blijven buiten de waardering.

In dit onderzoek is voor alle corporaties de gerapporteerde beleidswaarde vanuit de dPi 2023 herrekend op basis van deze nieuwe rekenregels. De enige aanpassing die niet is meegenomen is het rechtstreeks opnemen van de onderhoudsbegroting omdat hier simpelweg te weinig informatie over beschikbaar is.

3.2. Rekenmodel

Voor het maken van de berekeningen bij dit onderzoek heeft Ortec Finance een rekenmodel gemaakt waarmee een risicoanalyse kan worden uitgevoerd op de financiële kengetallen uit het gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW.

Het rekenmodel simuleert individuele corporaties, waarbij de DAEB-tak en de niet-DAEB-tak apart doorgerekend worden.

Het model wordt gevoed door gegevens die corporaties aan SBR-wonen en WSW hebben verstrekt. Dit betreft de dPi 2023, de dVi 2022 en de leninggegevens vanuit WSW. In het model kan beleid worden aangepast, zodat bijstuurreacties kunnen worden doorgerekend. Dit bijsturen heeft integraal impact op alle onderdelen van het rekenmodel. Bijvoorbeeld wanneer door bijsturing minder nieuwbouw wordt uitgevoerd zullen de investeringskosten lager uitvallen, maar ook de verwachte huuropbrengsten en de exploitatielasten zullen lager uitvallen. Vervolgens vertaalt dit alles zich samen tot een andere financieringsbehoefte en dus lagere financieringskasstromen. Daarnaast raakt deze aanpassing van de begroting ook het verloop van de waarderingen.

Naast het feit dat beleid bijgestuurd kan worden in het model, worden ook wijzigingen van de macro-economische uitgangspunten meegenomen. Daarbij wordt onderscheid gemaakt in de volgende reeksen:

- Consumentenprijsinflatie
- Cao-loonstijging
- Onderhoudskosten
- Bouwkosten
- Huizenprijzen

Voor elke kasstroom uit de dPi wordt het effect berekend op basis van de logische reeks. Voor de huurstijging geldt dat deze tot en met 2025 gekoppeld is aan de cao-loonstijging en daarna aan de consumentenprijsinflatie, conform de Nationale Prestatieafspraken.

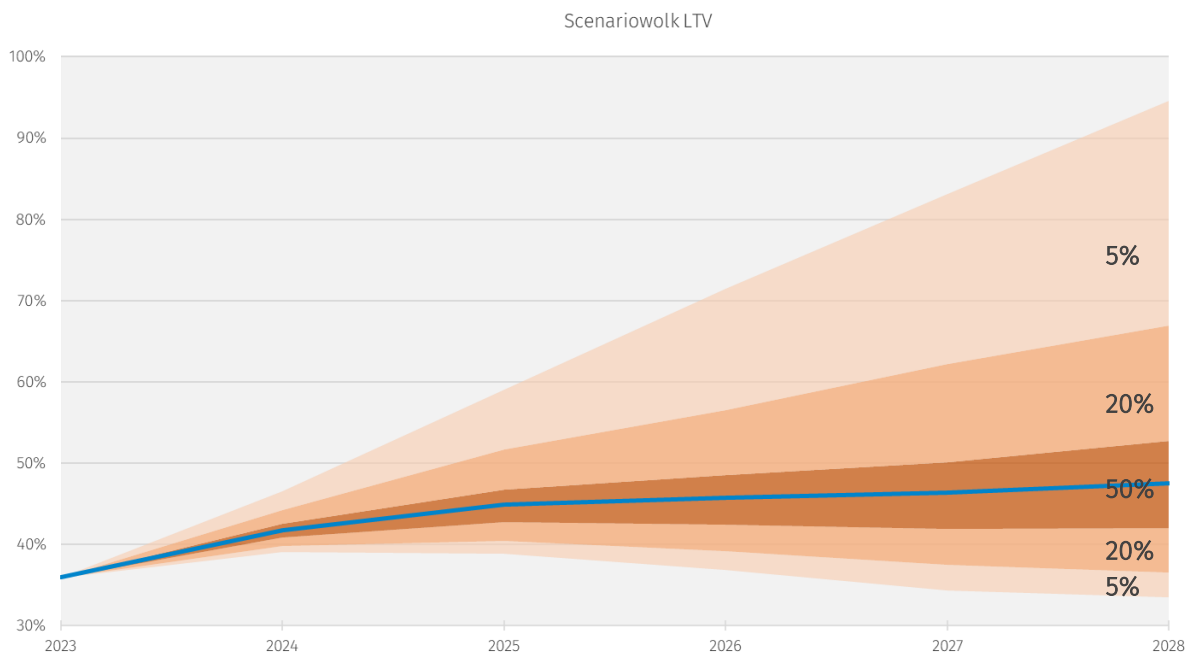
WSW bepaalt het borgingsplafond van corporaties op basis van de leningbehoefte. Omdat de leningbehoefte van corporaties in de modelsimulatie kan variëren door verschillende ontwikkelingen van de macro-economische reeksen, wordt het aantrekken van nieuwe leningen volledig in het model gesimuleerd. De huidige leningportefeuille is gebaseerd op de leninggegevens die door WSW zijn verstrekt. Met deze gegevens is het mogelijk om een accurate simulatie te maken van alle kasstromen en ook een accurate simulatie te maken van de toekomstige ontwikkeling van de marktwaarde van de leningen.

Ook de marktwaarde van het vastgoed wordt in het model berekend. Dit gebeurt op basis van de waarderingsgegevens die door corporaties aangeleverd zijn en op basis van een discontovoet die in het scenario varieert. De marktwaarde wordt berekend op complexniveau maar dat is in de data niet beschikbaar. Daarom wordt de marktwaarde op corporatieniveau berekend. Waar normaal gesproken op complexniveau de keuze voor het doorexploteer- of uitpondscenario wordt gemaakt, gebeurt dit nu op corporatieniveau. Dit betekent een onderschatting van de waarde in het basisscenario. In meer extreme macro-economische scenario's zal dit effect kleiner worden omdat de scenariokeuze op complexniveau in meer extreme scenario's vaker tot eenzelfde scenario zal leiden.

In het model wordt onderscheid gemaakt tussen de DAEB- en de niet-DAEB-takken van corporaties. Voor de niet-DAEB-tak is gekeken naar bezit dat administratief afgesplitst is. Juridisch afgescheiden bezit in een woningvennootschap is niet meegenomen.⁶

3.3. Risicoanalyse

Om het macro-economisch risico van de sector (en alle afzonderlijke corporaties) in kaart te brengen wordt in het model een macro-economische risicoanalyse uitgevoerd. In deze analyse worden 2.000 even waarschijnlijke macro-economische scenario's doorgerekend. Deze scenario's zijn afkomstig uit de Ortec Finance Scenarioset (OFS)⁷. In deze risicoanalyse wordt de gehele begroting van elke corporatie 2.000 maal doorgerekend waarbij de kasstromen, financiering en waarderingen in elk scenario een ander verloop kennen. De uitkomst is een waaier aan 2.000 mogelijke ontwikkelingen. Omdat elk scenario een gelijke kans van optreden kent, kan op basis van de set van 2.000 scenario-uitkomsten een kansuitspraak worden gedaan. Zo is het mogelijk om te kwantificeren wat het macro-economische risico is. De grootte van het macro-economische risico is van groot belang voor de aan te houden buffers op de financiële kengetallen. Daarnaast is het mogelijk om te analyseren welke macro-economische ontwikkelingen voor corporaties tot negatieve uitkomsten leiden.



Figuur 1: Scenariowolk van macro-economische risicoanalyse met uitkomsten van de sectorale LTV

In de bovenstaande figuur zijn de uitkomsten van een risicoanalyse getoond. De scenariowolk geeft de spreiding van de mogelijke uitkomsten weer. De blauwe lijn is de verwachte uitkomst. Dat is de mediaan van de verdeling. De donkerste band bevat 50% van de uitkomsten (aan elke kant van de mediaan 25%). Het lichtste gedeelte van de wolk bevat (2 keer) 5% van de scenario's. Dus de 100 beste macro-economische scenario voor de LTV bevinden zich in het lichtste gedeelte aan de onderkant van de wolk. Andersom bevinden de 100 slechtste macro-economische scenario's zich in het lichtste gedeelte aan de bovenkant van de wolk

In ieder van de 2.000 scenario's wordt er dus met andere maar even waarschijnlijke macro-economische verwachtingen gerekend. In het model worden deze uitgangspunten toegepast op alle kasstromen. Dit leidt

⁶ Het onderscheid is niet geheel irrelevant: wanneer de niet-DAEB-tak in financiële moeilijkheden komt is er verschil waar het verhaalsrecht van een financier ligt. Bij administratief gesplitst bezit bestaat slechts één juridische entiteit waar de verhaalsmogelijkheid van de bank rust: de gehele toegelaten instelling. Bij een juridisch afgesplitste woningvennootschap kan de bank alleen terecht bij de vennootschap en is de toegelaten instelling niet aansprakelijk voor schulden van de woningvennootschap.

⁷<https://www.ortecfinance.com/nl-nl/insights/product/ofc>

in ieder scenario tot andere operationele en investeringskasstromen, wat vervolgens leidt tot een andere financieringsbehoefte.

Ook voor de waarderingen geldt dat in ieder scenario de waardering een andere uitkomst kent. De onderliggende kasstromen die in de waardering worden gebruikt hangen namelijk af van de macro-economische ontwikkeling in het scenario. In het model worden ook de gehanteerde discontovoeten voor zowel de marktwaarde als de beleidswaarde gesimuleerd per scenario. Deze zijn dus ook in elk scenario anders. Naast een andere waardering voor het vastgoed in ieder scenario wordt ook de marktwaarde van de leningen in ieder jaar en in ieder scenario opnieuw berekend. Dit wordt gedaan op basis van rentecurves.

3.4. Bufferbepaling – achtergrond

In deze paragraaf wordt ingegaan op de achtergronden van de bufferbepaling. Eerst wordt uiteengezet waarom een buffer nodig is. De hoogte van de buffer houdt verband met de maatschappelijke prestaties van de corporatie. Vervolgens wordt gekeken naar de bijstuurmogelijkheden van corporaties en tot slot wordt ingegaan op de risicohouding.

Aanhouden van macro-economische buffers voorkomt faillissementen van corporaties

Corporaties verkeren in een staat van default wanneer ze niet langer in staat zijn om de rentelasten te betalen vanuit de operationele kasstroom (ICR kleiner dan 1,0). Evenzo mogen corporaties geen negatief eigen vermogen hebben (solvabiliteit kleiner dan 0%), een leningportefeuille hebben groter dan de beleidswaarde (LTV groter dan 100%) of een leningportefeuille waarvan de marktwaarde boven de marktwaarde van het vastgoed ligt (dekkingsratio groter dan 100%). Deze grenzen worden hierna geduid als 'default'-grenzen: wanneer een corporatie deze grenzen overschrijdt dan is er sprake van een technisch default.

Op dit moment zijn er geen corporaties die in default zijn. Bij uitvoering van het beleid in de dPi door corporaties mag deze situatie ook niet ontstaan. Macro-economische ontwikkelingen kunnen ertoe leiden dat uitvoering van het beleid in de dPi leidt tot financiële uitkomsten waarbij er wel sprake is van een default. Als bijvoorbeeld de rente sterk stijgt of als de huurontwikkeling erg achterblijft bij de ontwikkeling van de exploitatiekosten, dan kunnen er corporaties zijn die bij uitvoering van het beleid in de dPi wel in default raken.

Er zijn twee mogelijkheden om te voorkomen dat corporaties bij financiële tegenslag in default raken.

1. **Beleid bijsturen.** Corporaties kunnen hun originele beleid in de dPi bijsturen, zodat ze hun financiële positie verbeteren en er geen sprake zal zijn van discontinuïteit.
2. **Buffers aanhouden.** Corporaties kunnen in hun begroting enige afstand houden tot de 'default'-grenzen, zodat ze bij een tegenslag niet direct in default raken. Deze afstand noemen we een buffer.

Aangezien corporaties in eerste instantie zelf verantwoordelijk zijn voor hun financiële continuïteit mag van hen verwacht worden dat ze alle mogelijkheden aanpakken om een default – een situatie van financiële discontinuïteit – te voorkomen. Dit betekent dat ze in een situatie van financiële stress hun originele beleid uit de dPi zullen moeten bijsturen door bijvoorbeeld nieuwbouwprojecten uit te stellen, woningen te verkopen of minder onderhoud uit te voeren. Dit zijn gunstige maatregelen in financiële zin, ook al zijn deze maatregelen in maatschappelijke zin natuurlijk zeer onwenselijk.

Het aanhouden van een macro-economische buffer helpt om zekerheid te bieden dat corporaties, ondanks hun eigen bijstuurmogelijkheden, niet alsnog in technisch default raken door macro-economische tegenslagen. Dat is gewenst omdat dit onder andere de robuustheid van het borgingsstelsel garandeert.

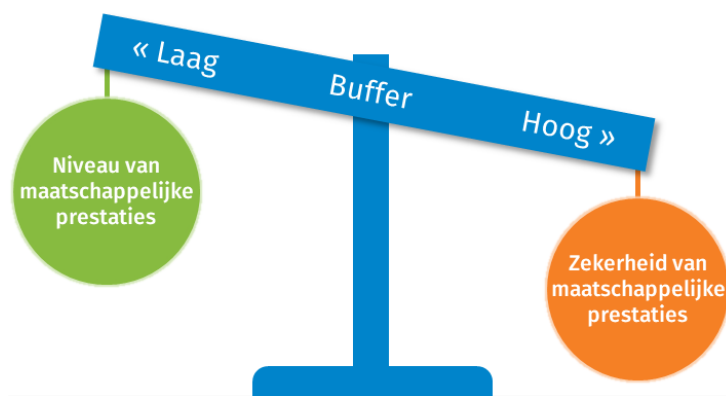
De hoogte van de benodigde buffer hangt dus enerzijds af van de bijstuurmogelijkheden van corporaties en anderzijds van de gewenste zekerheid dat corporaties niet in default raken.

Het verband tussen de hoogte van de buffer en maatschappelijke prestaties

De hoogte van de macro-economische buffer heeft impact op de maatschappelijke prestaties van corporaties.

- Bij een hoge buffer is de kans dat een corporatie failliet gaat kleiner, aangezien er meer afstand tot de 'default'-grenzen is. Maar een hoge buffer zorgt er ook voor dat corporaties minder ruimte hebben om financiering aan te trekken, wat betekent dat ze minder maatschappelijke prestaties kunnen leveren. Meer zekerheid op continuïteit dus, maar het niveau van maatschappelijke prestaties is lager.
- Bij een lage buffer kan er meer financiering aangetrokken worden, waardoor een corporatie meer maatschappelijke prestaties kan leveren. Een lage buffer vergroot echter de kans dat een corporatie failliet gaat in tijden van tegenspoed, dus de zekerheid van maatschappelijke prestaties komt dan in het geding.

Bij het bepalen van een geschikte buffer dient dus een afweging te worden gemaakt tussen het niveau van maatschappelijke prestaties en de zekerheid van deze prestaties.



Figuur 2: balanceren tussen de hoogte en zekerheid van maatschappelijke prestaties bij het bepalen van een buffer.

Bijstuurmogelijkheden

Ook de bijstuurmogelijkheden die corporaties eventueel tot hun beschikking hebben zijn van impact op de benodigde buffer. Het hebben van meer bijstuurmogelijkheden leidt er immers toe dat corporaties zelf een groter deel van de macro-economische risico's kunnen opvangen. In dit onderzoek is gekeken naar bijstuurmaatregelen die de vastgoedexploitatie en (des)investeringen uit de dPi raken. Bij de vastgoedexploitatie gaat dit om de huurinkomsten, onderhoudskosten en beheerkosten. Bij investeringen gaat dit om verkoop, nieuwbouw, sloop en woningverbetering.

De bijstuurreactie die mogelijk is, hangt af van het gevoerde beleid. Op dat punt bevat de dPi een hoop heterogeniteit: er is verschil tussen corporaties in de manier hoe zij de dPi invullen. Dit is ook terug te zien in de realisatiegraad.⁸ In dit onderzoek is – in overleg met Aw en WSW – gekozen voor een uniforme toepassing van bijstuurmogelijkheden. Dat wil zeggen dat bijstuurreacties voor elke corporatie gelijk zijn, ook al zijn er in werkelijkheid verschillen tussen corporaties. Aangezien er procentueel wordt bijgestuurd op bijvoorbeeld investeringskastromen, kan het effect van bijstuurmogelijkheden wel verschillen per corporatie. Als een corporatie veel investeert heeft de bijstuurmaatregel die investeringen beperkt meer impact hebben dan bij een corporatie die minder investeert.

Risicohouding

De hoogte van de benodigde buffer hangt af van de mate van zekerheid (het zekerheidspercentage) waarmee je wil voorkomen dat corporaties in default raken, of – andersom geredeneerd – de kans die je accepteert dat een corporatie wel in default raakt bij het bepalen van de buffer. Het is mogelijk dat men bijvoorbeeld 99% zekerheid wenst dat corporaties zelf in staat zijn om faillissement te voorkomen door

⁸ Van Os, P., R. Hoeve, W. Bakker, L. Wittkämper, & T. Luijckx (2021), *Realisatiekracht nieuwbouw woningcorporaties*, Amsterdam: RIGO

beleidsaanpassingen. Dit betekent dat wanneer een corporatie precies op de buffer uitkomt, er eens in de 100 jaar (een kans van 1%) zich ontwikkelingen voordoen waarbij de buffer onvoldoende is en een corporatie in default raakt, ondanks hun inspanningen om bij te sturen. Dit geaccepteerde risiconiveau wordt de risicohouding genoemd en is een belangrijke factor bij het bepalen van de buffer. Een 'offensieve' risicohouding resulteert in een lage buffer, terwijl een 'defensieve' risicohouding leidt tot een hoge buffer.

Zoals net benoemd zijn de bijstuurmogelijkheden een belangrijk onderdeel van de risicohouding. Er wordt een percentage gekoppeld aan de zekerheid dat een bepaalde mate van bijsturen een default kan voorkomen. Voor verschillende maten van bijsturen kunnen verschillende zekerheidspercentages gedefinieerd worden. Deze zekerheidspercentages staan dan voor de zekerheid dat de bijstuurreactie in kwestie een default kan voorkomen.

3.5. Bufferbepaling – uitgangspunten

Op basis van de hiervoor besproken achtergronden is het nodig om een aantal uitgangspunten te bepalen die nodig zijn voor de berekening van de buffer. Het gaat om de risicohouding en de bijstuurscenario's. Zoals hiervoor is beschreven, is er een relatie tussen de risicohouding en de mate waarin bijgestuurd wordt. Er is besloten om twee bijstuurscenario's en daarbij horende risicohoudingen te hanteren. Op basis daarvan worden dan twee buffers berekend, waarvan de grootste buffer maatgevend is.

Bijstuurscenario's

Er is besloten tot het bepalen van twee bijstuurscenario's. Eén bijstuurscenario (beperkt bijsturen) laat meer maatschappelijke prestaties doorgaan dan het andere bijstuurscenario (sterk bijsturen).

Beperkt bijsturen					
Operationele kasstroom	2024	2025	2026	2027	2028
Huur	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Beheer	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Onderhoud**	N.A.	85%	85%	85%	85%
Investerings					
Verkoop*	N.A.	N.A.	1%	1%	1%
Verbetering**	N.A.	85%	75%	50%	50%
Sloop**	N.A.	75%	50%	50%	50%
Nieuwbouw**	N.A.	75%	50%	25%	25%

Sterk bijsturen					
Operationele kasstroom	2024	2025	2026	2027	2028
Huur	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Beheer	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Onderhoud**	N.A.	85%	85%	85%	85%
Investerings					
Verkoop*	N.A.	N.A.	1%	1%	1%
Verbetering**	N.A.	75%	75%	50%	50%
Sloop**	N.A.	50%	50%	20%	10%
Nieuwbouw**	N.A.	50%	50%	20%	10%

* in procenten van de voorraad, tegen marktwaarde in verhuurde staat

** in procenten van dPi 2023 aanlevering

Tabel 1: bijstuurscenario's

Beide bijstuurscenario's zijn voor alle corporaties hetzelfde: er wordt bij iedere corporatie vanuit gegaan dat deze bijstuurmogelijkheden bestaan. De bijstuurscenario's zijn in overleg met Aw en WSW bepaald. Zij hebben ervaring met deze problematiek. Daarbij zijn ervaringen uit het verleden gebruikt. In deze context is rekening gehouden met behoud van noodzakelijk DAEB-bezit.

Het criterium dat hierbij is gebruikt, is juridisch van aard: wanneer nog geen overeenkomsten met aannemers zijn gesloten, dan bestaat de mogelijkheid om bij te sturen. Op werkzaamheden die door de corporatie zelf uitgevoerd worden bestaat altijd de mogelijkheid om te bezuinigen. Dit criterium laat onverlet dat ervaringen uit het verleden ook leren dat bijsturen leidt tot een sterke afname van

maatschappelijke prestaties. Huurders en woningzoekenden zijn in dat geval de dupe van de verantwoordelijkheid die een corporatie heeft om haar eigen financiële continuïteit te bewaken.

Aanpassingen in operationele kasstroom

In de operationele kasstroom wordt in beide bijstuurscenario's alleen ingegrepen op de onderhoudskosten. Dit wordt gedaan vanaf 2025. De onderhoudskosten in het jaar dat volgt op aanlevering in de dPi worden voor 100% uitgevoerd. In de onderhoudskasstroom wordt 15% van de voorgenomen onderhoudskosten bezuinigd. Dat staat gelijk aan ongeveer 25% van het planmatig onderhoud (planmatig onderhoud maakt gemiddeld genomen ongeveer 60% van de onderhoudskasstroom).⁹ Hierbij zij aangetekend dat de onderhoudskosten in het dPi-kasstroomoverzicht een categorale indeling volgen en niet een functionele verdeling.

Aanpassingen in investeringen

Bij de investeringen zijn meer mogelijkheden gebruikt om bij te sturen. De beide bijstuurscenario's verschillen hier van elkaar.

De **verkoop** wordt in beide scenario's vanaf 2026 (twee jaar na inlevering van de dPi) opgevoerd naar 1% van de voorraad per jaar tot en met 2028. Hierbij is aangenomen dat dit gebeurt aan collega corporaties tegen marktwaarde. Dit heeft rekenkundig hetzelfde effect als verkoop in lege staat aan eigenaar-bewoners, tegen een flinke korting die corporaties in een scenario met acute macro-economische stress mogelijk zouden moeten geven.

De **verbeteringen** worden teruggeschroefd. De beide bijstuurscenario's verschillen weinig van elkaar: in het scenario waarin sterk wordt bijgestuurd wordt iets sneller bijgestuurd in 2025.

De **sloop** en **nieuwbouw** worden het sterkst teruggeschroefd. In beide bijstuurscenario's wordt hier fors op bijgestuurd. Bijsturen op sloop en nieuwbouw is voor een corporatie logischer dan bijsturen op onderhoud en verbeteringen: de corporatie draagt een verantwoordelijkheid voor de instandhouding van de kwaliteit van de portefeuille. Dit kan niet zomaar door andere corporaties overgenomen worden. Bij nieuwbouw is de verantwoordelijkheid er niet. Nieuwbouw kan gemakkelijker door andere corporaties overgenomen worden.

Risicohouding

Tegelijk met beide bijstuurscenario's zijn risicohoudingen gedefinieerd die horen bij deze bijstuurscenario's. Deze risicohoudingen zijn afkomstig van Aw en WSW. De risicohoudingen die bij de bijstuurscenario's horen zijn in de tabel hieronder weergegeven.

Risicohouding	2024	2026	2028
Zekerheidspercentage			
Beperkt bijsturen	99,0%	97,5%	97,5%
Sterk bijsturen	99,0%	99,0%	99,0%
Buffer waarbij een default eens in de ... jaar voorkomt			
Beperkt bijsturen	100	40	40
Sterk bijsturen	100	100	100

Tabel 2: risicohoudingen

De tabel laat drie momenten zien waarop het risico wordt gemeten. In 2024, het eerste jaar na inlevering van de dPi 2023, is in beide bijstuurscenario's een zekerheidspercentage van 99% gedefinieerd. Dat betekent dat de acceptabele kans op default 1% is, iets dat in principe dus eens in de 100 jaar voor zou mogen komen.

In 2026 (bijsturen heeft al deels effect gehad) en 2028 (alle bijstuurmaatregelen hebben al effect gehad) is de geaccepteerde kans op default in het scenario sterk bijsturen nog steeds 1%. Dat betekent dat gezocht wordt naar het niveau van de buffer waarbij corporaties bij sterk bijsturen slechts eens in de 100 jaar in

⁹ Uitstel van planmatig onderhoud leidt in principe niet tot afstel: dit betekent dat uitgesteld onderhoud alsnog uitgevoerd zou moeten worden en dat het uitgestelde onderhoud als planmatig onderhoud als achterstallig onderhoud meegenomen zou moeten worden. Vanwege de beperkte omvang van dit effect is ervoor gekozen om dit niet te doen: bij onderhoudskosten van € 3.000 per woning per jaar zou vier jaar uitstel leiden tot achterstallig onderhoud van € 1.800. Bij een beleidswaarde van € 90.000 euro bedraagt het effect 2%.

default raken. In het scenario waarin beperkt wordt bijgestuurd en de nieuwbouw voor een deel overeind blijft, wordt een kans van 2,5% geaccepteerd, een scenario dat eens in de 40 jaar voorkomt.

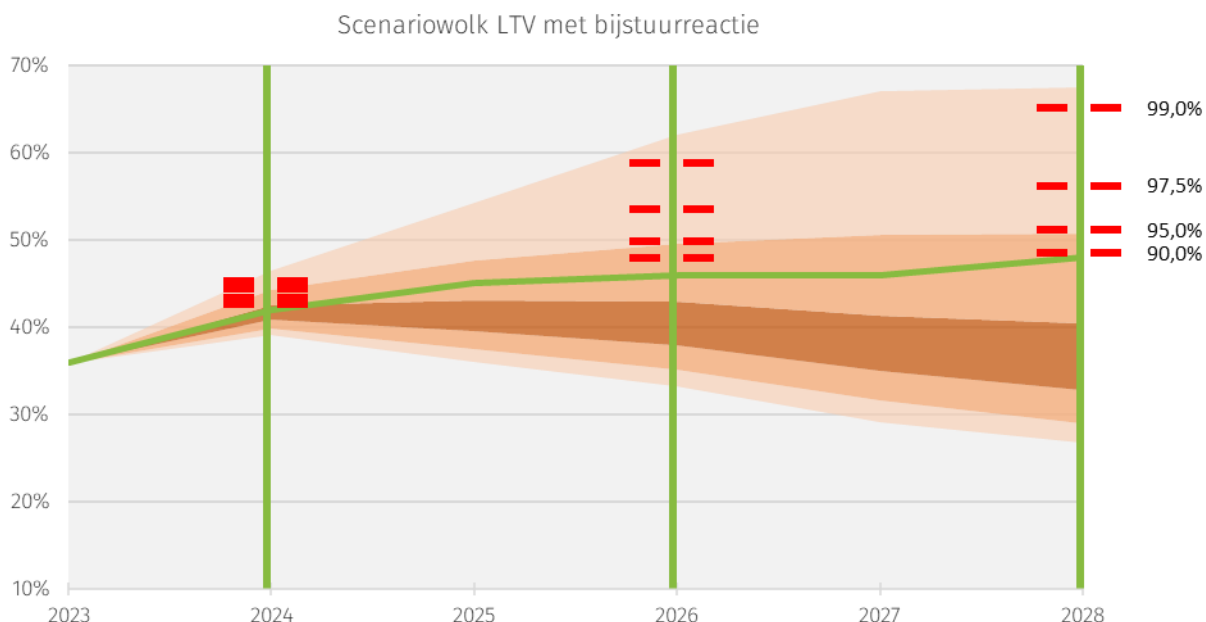
Deze risico's doen zich voor bij 275 corporaties. Er is bij 99% zekerheid dan toch een gerede kans dat dit de komende vijf jaar een keer kan voorkomen.

3.6. Rekenkundige verwerking

De laatste stap in de bepaling van de buffer is de rekenkundige verwerking. Hierbij wordt op basis van de effectiviteit van het bijstuurscenario gekeken welke buffer passend is.

Risicoanalyse

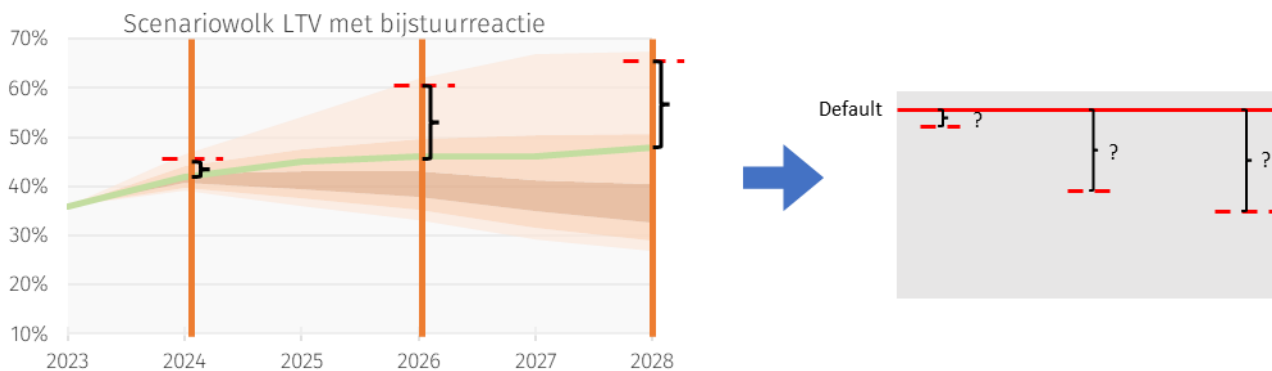
Met de risicoanalyse wordt gekeken hoe effectief een bijstuurscenario is. Het doel is om te zien waar de financiële kengetallen uitkomen in het scenario met een waarschijnlijkheid die is gekoppeld aan de risicohouding die past bij het bijstuurscenario.



Figuur 3: zekerheidsintervallen getekend in de scenariowolk van het bijstuurscenario.

Bovenstaande figuur laat de scenariowolk zien van de LTV in 2.000 scenario's van één van de bijstuurscenario's. De figuur laat zien dat bij de LTV er nog een groot verschil bestaat in de uitkomst van het scenario dat eens in de 40 jaar voorkomt (97,5%) en het scenario dat eens in de 100 jaar voorkomt (99%). Het verschil is meer dan 15%-punt in 2028.

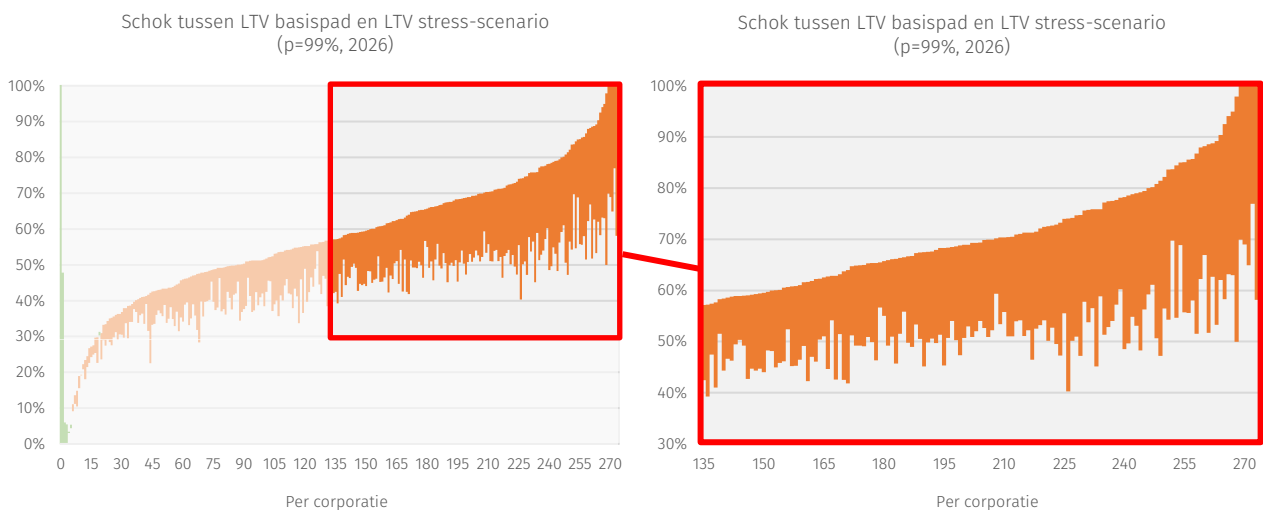
Op basis van het verschil tussen de uitkomst zonder bijsturen (de groene lijn in de grafiek) en de uitkomst in de bijstuurscenario's die hoort bij het zekerheidsinterval, ontstaat inzicht in de buffer die nodig is om met een vooraf gedefinieerd zekerheidsinterval niet in default te raken.



Figuur 4: van uitkomst in de scenariowolk naar buffer.

Van afwijkingen naar buffer

Voor alle 275 corporaties is een buffer bepaald. Op basis van deze individuele uitkomsten moet voor alle corporaties een buffer worden bepaald. Dit is gedaan in twee stappen. Onderstaande figuur laat zien naar welke groep corporaties gekeken voor de buffer bepaling. Elk staafje in onderstaande grafiek is een corporatie. Alle corporaties zijn gesorteerd op de uitkomst van de LTV in het 99% percentiel in 2026 van het sterke bijstuurscenario. De corporatie met de laagste LTV in het 99% percentiel staat helemaal links en de corporatie met de hoogste LTV in het 99% percentiel staat helemaal rechts. De bovenkant van de staafjes laat de uitkomst in het 99% percentiel in het sterk bijstuurscenario, en de onderkant van de staafjes ligt op het niveau van de verwachte uitkomst van de LTV. De staafjes vormen de grootte van de individuele buffer die één corporatie nodig heeft.

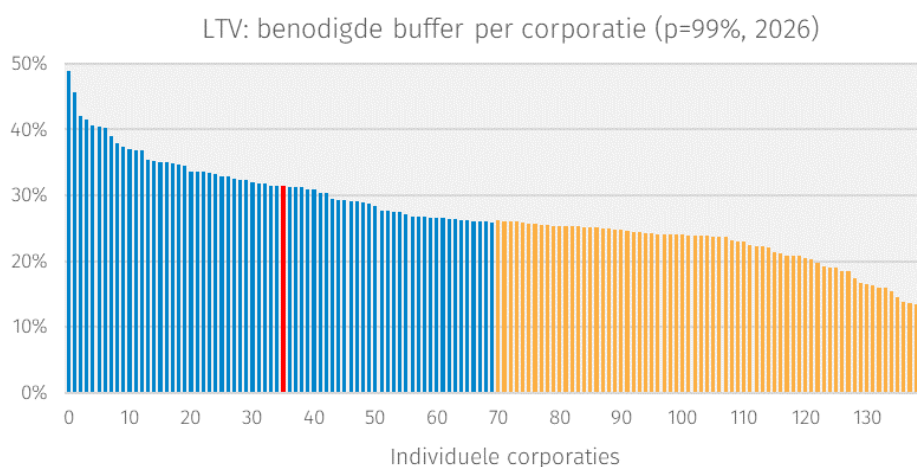


Figuur 5: welke corporaties ervaren de grootste schok?

Een deel van de corporaties heeft een gezonde financiële uitgangspositie omdat de leningportefeuille een relatief beperkte omvang heeft. Bij deze groep corporaties zijn bij de LTV, dekkingsratio en solvabiliteit kleine verschillen en bij de ICR juist grote verschillen tussen basisscenario en bijgestuurd risicoscenario te zien. Echter, deze groep corporaties heeft de buffer niet nodig. Wanneer deze groep meegenomen zou worden dan zou de buffer onterecht onder- of overschat worden. Daarom is alleen gekeken naar de helft van de corporaties waarbij de uitkomst van een kengetal het dichtst bij de default grens ligt in het bijgestuurde risicoscenario. Dat is groep corporaties in de rechterhelft van de figuur.

Van deze groep corporaties die echt een buffer nodig heeft, is gekeken naar de helft van de corporaties met de grootste afwijking tussen basisscenario en bijgestuurd risicoscenario (dit is in totaal een kwart van de corporaties). De mediane afwijking van deze groep corporaties vormt de buffer. Onderstaande figuur laat de benodigde buffer per corporatie zien. In deze figuur zijn corporaties gesorteerd op de hoogte van de buffer met links de hoogste buffer en rechts de laagste buffer. De blauw gearceerde buffers zijn corporaties die de hoogste buffers nodig hebben. Van deze groep is de mediaan genomen. Dat is de

middelste waarneming. Deze is rood gearceerd. De benodigde buffer in dit bijstuurscenario is 31%. Met een buffer van 31% zullen de meeste corporaties in 99% van de gevallen niet in een default komen.¹⁰



Figuur 6: inzoomen op de corporaties die de grootste macro-economische schok ervaren.

3.7. Niet-DAEB

De niet-DAEB-tak kent in dit onderzoek een bijzondere positie. Ook voor de niet-DAEB-tak dienen buffers uitgerekend te worden. De niet-DAEB-takken van corporaties zijn financieel gezonder, hebben minder leningen en kennen veel grotere onderlinge verscheidenheid dan de DAEB-takken. Dit heeft geleid tot een vreemdvermogensfictie in de berekeningen. Daarnaast is het goed om te herhalen dat dit onderzoek een heel andere invalshoek kent voor de bepaling van financieel risico dan banken hanteren bij de pricing van (onborgde) leningen.

Fictief vreemd vermogen

Om beter inzicht te krijgen in het risico dat in de niet-DAEB-tak kan ontstaan is voor bijna alle corporaties het vreemd vermogen verhoogd tot ze ofwel een solvabiliteit van 50% of een ICR van 2,6 hebben bereikt.

Wanneer in de niet-DAEB-tak wordt bijgestuurd gebeurt dit op vergelijkbare wijze met de DAEB-tak. Daarin is geen onderscheid gemaakt. In de niet-DAEB-tak bestaat echter een geheel andere financiële situatie dan in de DAEB-tak. De niet-DAEB-tak heeft een veel hogere operationele kasstroom en de leningportefeuille ziet er anders uit.

De niet-DAEB-takken van corporaties hebben bezit dat hogere huren opbrengt dan de DAEB-tak. Daardoor is de operationele kasstroom gunstiger dan in de DAEB-tak. Bij een gunstige operationele kasstroom zijn verhoudingsgewijs minder leningen nodig om investeringen te financieren. Dit beperkt het risico en daarmee de noodzaak tot een buffer.

Ook de leningportefeuille ziet er anders uit. Niet iedere niet-DAEB-tak heeft (nog) een interne lening bij de DAEB-tak. Daarnaast heeft niet iedere niet-DAEB-tak al een bestaande extern gefinancierde leningportefeuille. Voor het financiële risico is dit onderscheid relevant: als de niet-DAEB-tak in financiële moeilijkheden komt maar dit komt alleen door de interne lening (en niet door externe onborgde financiering), dan zijn dit financiële moeilijkheden die alleen op papier bestaan: men mag verwachten dat de DAEB-tak niet het faillissement van de eigen rechtspersoon aanvraagt vanwege een op papier bestaande interne schuld.

Wel is het zo dat in veel niet-DAEB-takken het voornemen bestaat om een deel van middenhuuropgave op te pakken. Dat leidt er in de dPi toe dat er nieuw vreemd vermogen wordt aangetrokken. Bijsturen leidt

¹⁰ Merk op dat een deel van de corporaties in figuur 5 wel boven de 100% LTV uitkomt en dus in default komt. De meeste van deze corporaties kwamen al boven de 69% LTV (100% default minus buffer van 31%) uit.

ertoe dat het aantrekken van vreemd vermogen sterk wordt beperkt. Daardoor neemt het financiële risico sterk af. Dit had tot gevolg dat het niet goed mogelijk was om een buffer te berekenen.

Om toch een goede buffer te kunnen berekenen is op de balans en in de kasstromen van de niet-DAEB-takken de situatie gecreëerd dat niet-DAEB-takken al een hoeveelheid leningen op de balans hadden staan. Voor de bufferbepaling is het belangrijk dat er, net als bij DAEB, vooral gekeken wordt naar corporaties die al enigszins in de buurt komen van de default grenzen. Die situatie wordt gecreëerd door het fictief toevoegen van niet-DAEB leningen. Met de middenhuuropgave is het ook de verwachting dat financiële kengetallen van niet-DAEB takken de komende jaren zullen verslechteren. Hiermee ontstond een beter inzicht in het risico dat de niet-DAEB-tak loopt als gevolg van macro-economische omstandigheden.

Ander gezichtspunt dan banken

Recent onderzoek heeft laten zien dat ongeborgde financiering van de niet-DAEB-tak door banken gebeurt tegen andere financieringsvoorwaarden en -convenanten dan opgenomen zijn in het gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW.¹¹

In dit onderzoek is gekeken naar het risico op default, rekening houdend met bijstuurmogelijkheden. Banken hanteren een andere risicobeoordelingssystematiek en een ander pricingmodel voor het verstrekken van vreemd vermogen. Anders dan bij de DAEB-tak is het bij de niet-DAEB-tak immers zo dat de prijs voor vreemd vermogen (de rente) stijgt naarmate de balans verder wordt verzwaaard. Deze hogere prijs is deels ingegeven door de hoogte van de buffer die een bank zelf moet houden op de balans voor leningen met een bepaald risico, onderdeel van Basel-regelgeving. Hier is niet naar gekeken in dit onderzoek.

Het gevolg is dat op basis van dit onderzoek buffers voor macro-economische risico's berekend worden die verschillen van de financieringsconvenanten die door banken worden gebruikt. De buffers die in dit onderzoek worden berekend kunnen aanvullend worden gebruikt ten opzichte van de normen van banken.

¹¹ Vermeij, F.P. en T. Landman (2024), *Niet-DAEB investeringsruimte*, Rotterdam: Ortec Finance

4. Dataset

Voor de doorrekeningen is gebruik gemaakt van een dataset die is gebaseerd op de dPi 2023 van corporaties. De dPi 2023 is niet één op één overgenomen maar een aantal zaken is aangepast. Dit hoofdstuk beschrijft deze aanpassingen.

In paragraaf 4.1 is een beschrijving opgenomen van de gebruikte dataset. In paragraaf 4.2 zijn de uitgevoerde bewerkingen beschreven. De uitkomsten van deze bewerkingen worden in paragraaf 4.3 uiteengezet. Tot slot geeft paragraaf 4.4 een verschillenanalyse tussen de dPi 2023 zoals die is ingeleverd en het basispad dat in het model is gebruikt.

4.1. Samenstelling dataset

Voor dit onderzoek is gebruik gemaakt van een dataset die nauwkeurige en gedetailleerde informatie bevat over de huidige financiële positie van corporaties, en het voorgenomen beleid. De dataset is aangeleverd door Aw en WSW.

De dataset is gebaseerd op vier gegevensbronnen:

- 1. dVi 2022**
De balans van corporaties is gebaseerd op de informatie die zij in dVi 2022 hebben ingeleverd. Deze is gebaseerd op de jaarrekening 2022, de meest recent beschikbare jaarrekening. De balanspositie uit dVi 2022 is overgenomen met uitzondering van de marktwaarde, beleidswaarde en de leningpositie.
- 2. dPi 2023**
De beleidsvoornemens van corporaties zijn gebaseerd op dPi 2023. Het gaat om alle kasstromen met uitzondering van rente- en financieringskasstromen. De prognose van de beleidswaarde is niet overgenomen zoals deze door corporaties is aangeleverd. Deze is vervangen door een vooruitberekening
- 3. De WSW leninggegevens**
Voor de rente- en financieringskasstromen van de huidige leningportefeuille is gebruik gemaakt van de WSW lening- en derivatengegevens. Voor ongeborgde leningen is gekeken naar de informatie hierover uit dVi 2022. Het gebruik van deze gegevens maakt het mogelijk om een vooruitberekening te maken van alle verwachte kasstromen uit de leningportefeuille. Daarmee kan ook de marktwaarde van de leningen worden berekend. dPi 2023 bevat daarvoor onvoldoende gegevens.
- 4. Ortec Finance Scenarioset**
Voor de toekomstige verwachtingen voor economische grootheden is gebruik gemaakt van de Ortec Finance scenarioset voor het eerste kwartaal van 2024 (OFS 2024Q1), met peildatum 31-12-2023.¹²

Fusies en splitsingen die na vaststellen van dVi 2022 hebben plaatsgevonden zijn door Ortec Finance in de data verwerkt.

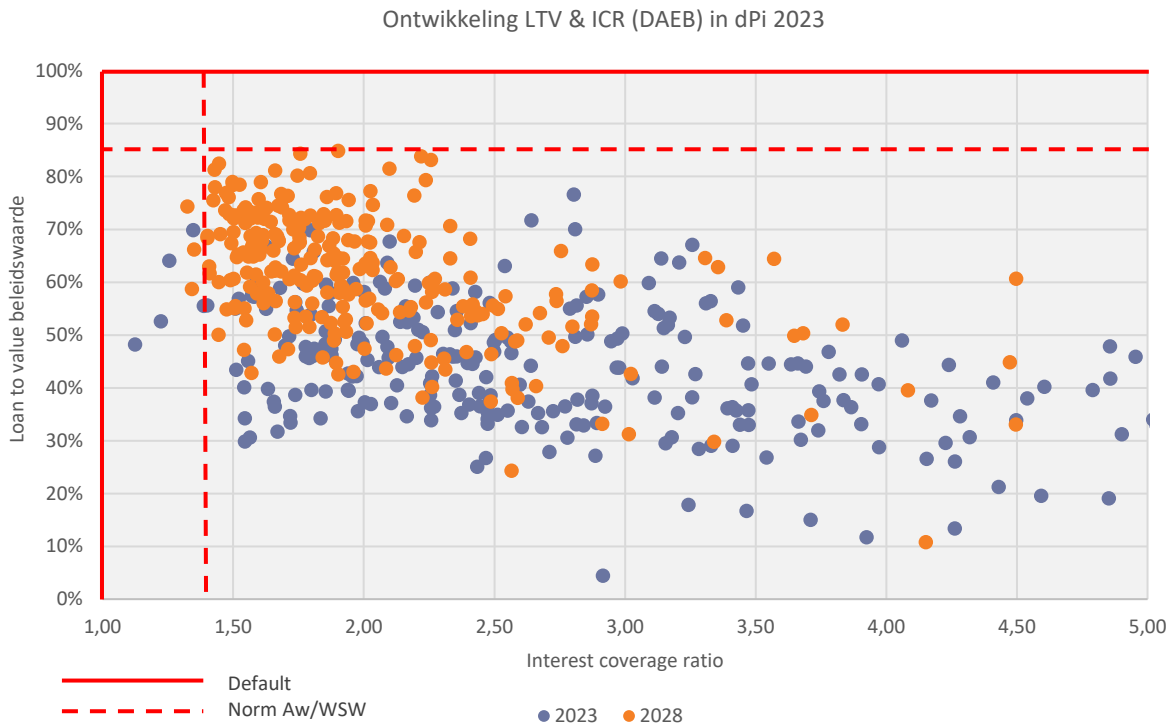
4.2. De Prognose informatie 2023 en bewerkingen

In de dPi 2023 is door corporaties een kasstroom- en balansprognose gegeven. Hiermee wordt duidelijk wat de financiële gevolgen van het voorgenomen beleid zijn. Op basis van deze prognose kan voor iedere corporatie het verloop van de continuïteitskengetallen ICR, LTV en solvabiliteit worden berekend. In Figuur 7 is de ontwikkeling tussen 2023 en 2028 in beeld gebracht.

Onderstaande figuur laat zien dat er in de oorspronkelijke dPi (zonder bewerkingen) in 2028 geen corporatie is met een LTV hoger dan 85%. Een klein aantal kleine corporaties heeft een ICR die net onder de 1,4 uitkomt. De meeste corporaties blijven dus binnen de normen van de toezichthouder. Er zijn geen defaults; corporaties met een LTV hoger dan 100% of een ICR lager dan 1.

¹² <https://www.ortecfinance.com/nl-nl/insights/blog/economische-verwachtingen-woningcorporaties>

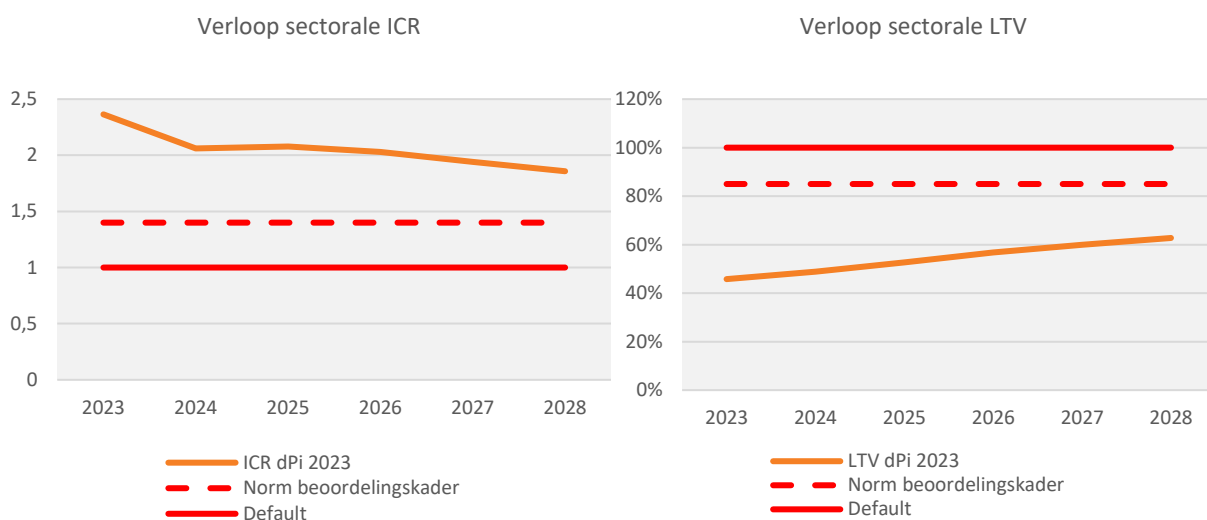
De figuur laat zien dat de financiële kengetallen van de meeste corporaties door hun volkshuisvestelijke inzet verslechteren. In 2023 is er nog een aantal corporaties met een ICR van boven de 3,0. In 2028 is – onder de aanname dat het voorgenomen beleid wordt uitgevoerd – deze groep vrijwel verdwenen. Daarentegen groeit de groep corporaties met een ICR onder de 2,0 en een LTV boven de 60%.



Figuur 7: LTV en ICR (DAEB) in dPi 2023, in 2023 en 2028

Deze volkshuisvestelijke inzet is ook te zien in Figuur 8. Die laat het verloop van de sectorale ICR zien in dPi 2023.¹³ De grafiek laat zien dat de ICR daalt van 2,36 in 2023 naar 1,86 in 2028. De daling is het gevolg van het aantrekken van leningen met bijbehorende rentelasten. De operationele kasstroom neemt ook toe, maar veel minder dan de rentelasten waardoor de ICR daalt. De volkshuisvestelijke inzet is ook terug te zien in de stijging van de LTV die is weergegeven in Figuur 8. De LTV is 46% in 2023 maar stijgt naar 63% in 2028.

¹³ Sectorale financiële kengetallen worden berekend door van alle corporaties de teller en noemer op te tellen. In het geval van de ICR wordt dus de operationele kasstroom en rentelast van alle corporaties opgeteld.



Figuur 8: Verloop sectorale ICR en LTV (DAEB) in dPi 2023

Corporaties benutten in dPi 2023 een deel van de financiële ruimte. Dit doen zij door te investeren. Tabel 3 laat het voorgenomen investeringsprogramma zien.

Investerings dPi 2023 DAEB						
	Jaar	2024	2025	2026	2027	2028
Nieuwbouw	Aantal	18.921	27.108	41.451	43.271	39.673
	Bedrag (mln. euro)	-8.718	-10.816	-10.655	-9.402	-8.475
Sloop	Aantal	-6.922	-10.756	-12.623	-15.109	-11.001
	Bedrag (mln. euro)	-112	-147	-103	-101	-103
Verbetering	Aantal	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Bedrag (mln. euro)	-6.139	-6.453	-6.167	-5.338	-4.937
Verkoop	Aantal	-7.148	-11.016	-8.582	-6.519	-5.443
	Bedrag (mln. euro)	2.175	1.772	1.545	1.439	1.576

Tabel 3: investeringen in de dPi 2023 DAEB.

Voor een goede doorrekening van het macro-economisch risico zijn een aantal onderdelen vanuit de dPi overschreven en/of aangepast.

1. Financiering

De verwachte rente- en aflossingskasstromen zoals door corporaties opgenomen in dPi 2023 zijn overschreven. In de plaats daarvan is gebruik gemaakt van de leninggegevens zoals die afkomstig zijn van WSW (geborgde leningen) en uit dVi 2022 (onborgde leningen). Op basis van de financieringsbehoefte worden nieuw-aangetrokken leningen gesimuleerd.

2. Simulatie beleidswaarde

De beleidswaarde wordt in het model jaarlijks gesimuleerd op basis van handboek rekenregels. Als startpunt is eerst de oude beleidswaarde gebruikt (15 jaar kasstromen, eindwaarde op basis van oneindige exploitatie, contant gemaakt met een marktconforme discountvoet). Deze beleidswaardeberekening komt in de plaats van de autonome ontwikkeling zoals die is opgegeven in de Leidraad.¹⁴

3. Macro-economische uitgangspunten

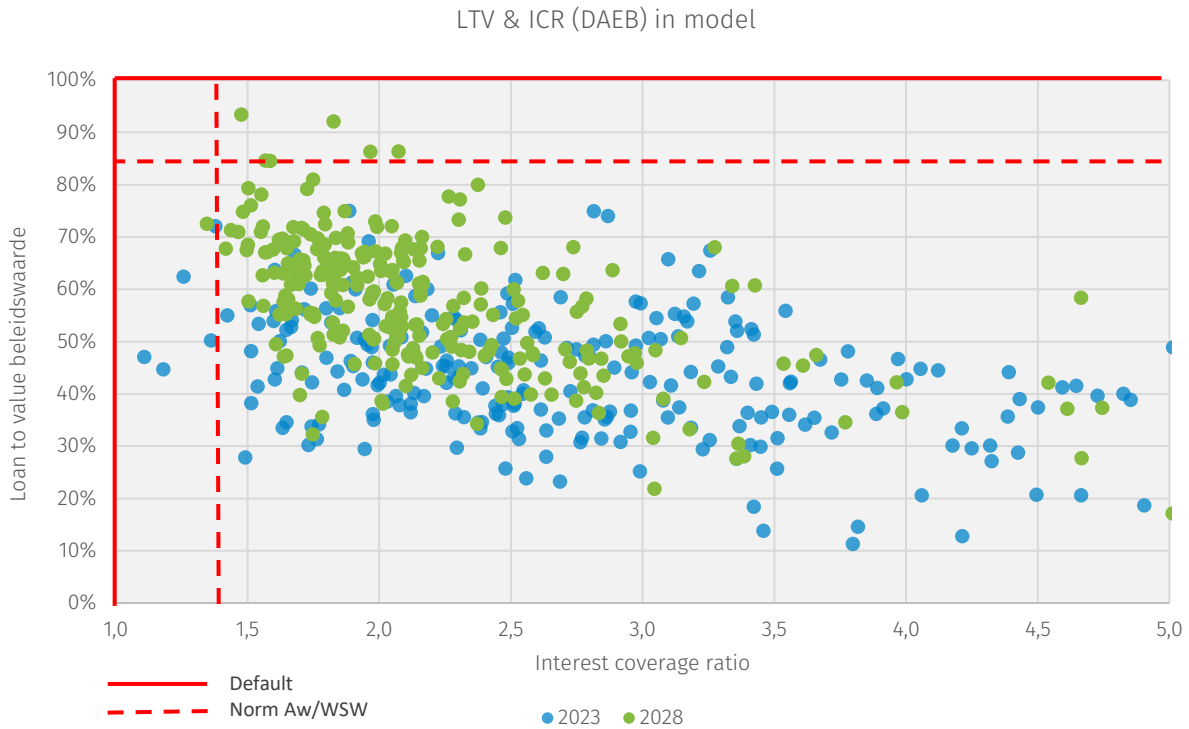
De meeste corporaties hebben de dPi 2023 opgesteld met gebruikmaking van de economische verwachting zoals die opgenomen is in de Leidraad.¹⁵ Deze verwachting is gemaakt in het derde kwartaal van 2023. Deze verwachting is niet meer actueel. In het model is gerekend met een actuele macro-economische verwachting.

¹⁴ ILT-Aw (2023), *Leidraad economische parameters dPi 2023*

¹⁵ Ibid.

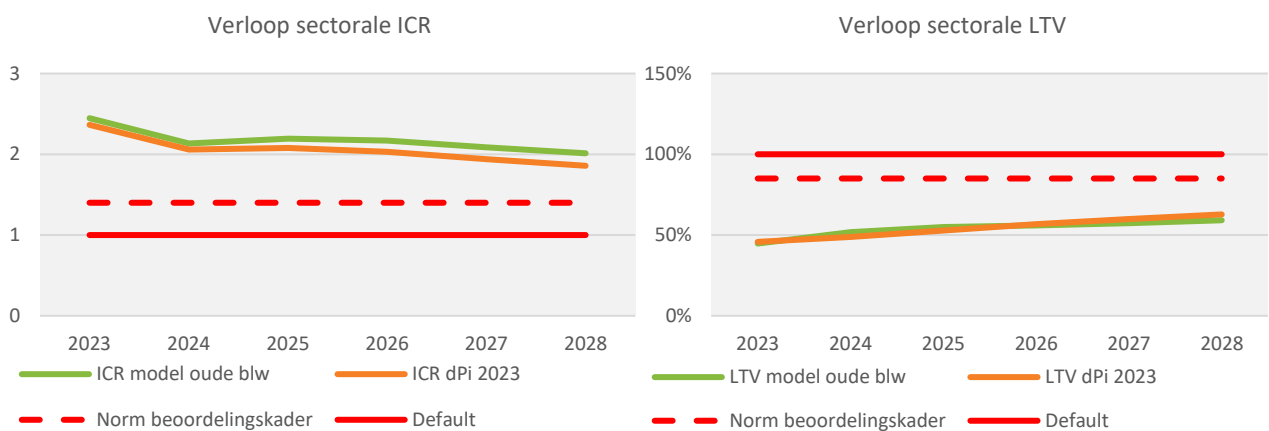
4.3. Basispad

Het gevolg van deze aanpassingen is een ander verloop van de financiële kengetallen. De uitkomst van de nieuw-berekende financiële kengetallen is weergegeven in Figuur 9. Wat opvalt is dat een iets groter aantal corporaties een LTV hoger dan 85% hebben. Nog steeds zijn er geen defaults: alle corporaties hebben in 2028 een ICR hoger dan 1 en een LTV lager dan 100%.



Figuur 9: LTV en ICR (DAEB) in model, in 2023 en 2028

Op sectorniveau verloopt de ICR iets gunstiger en komt in het model uit op 2,01 in 2028, waar dit in dPi 2023 nog 1,86 was. De LTV komt uit op 59% in het model waar dit in dPi 2023 nog 63% was. De modeluitkomsten zijn dus iets gunstiger dan de uitkomsten uit dPi 2023.

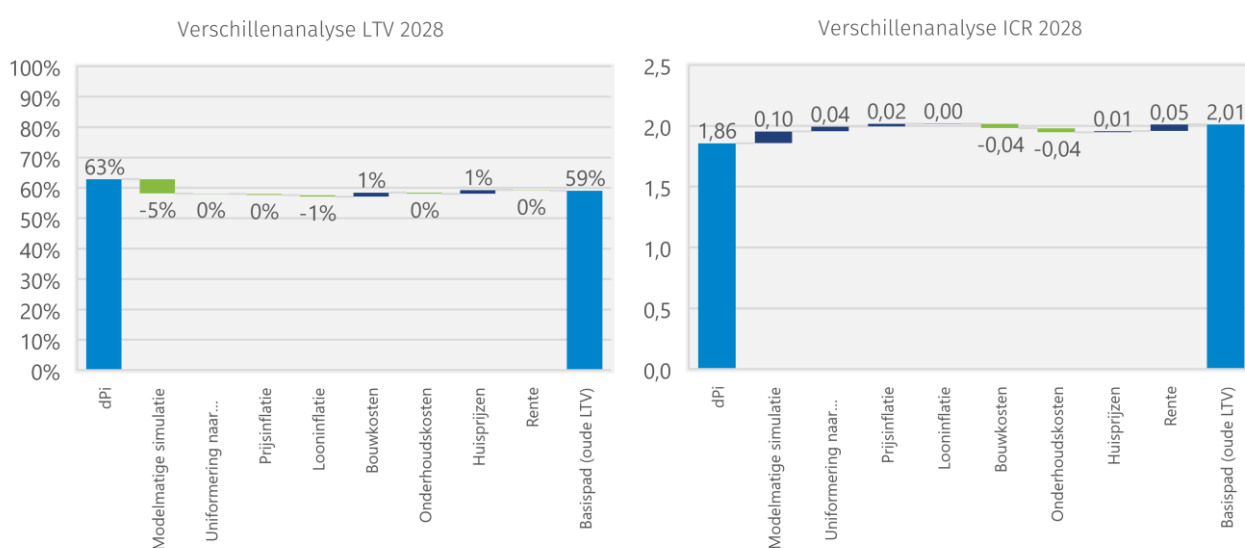


Figuur 10: verloop sectorale ICR en LTV (DAEB) in dPi 2023 en model

4.4. Verschillenanalyse

De modeluitkomsten van het basispad verlopen iets gunstiger dan in dPi 2023. Om de oorzaak hiervan te achterhalen is een verschillenanalyse uitgevoerd waarbij alle aanpassingen stapsgewijs zijn uitgevoerd. De volgende aanpassingen zijn hier gedaan:

- **Modelmatige simulatie**
Berekenen van de beleidswaarde en het beleidswaardeverloop in combinatie met het nieuwe financieringsverloop vanuit WSW in plaats van de prognose van de corporaties.
- **Uniformering naar de Leidraad**
In deze stap wordt de dPi 2023 berekend voor alle corporatie met de parameters uit de Leidraad van Aw¹⁶
- **Prijsinflatie t/m rente**
Iedere reeks wordt aangepast van de gegevens uit de Leidraad naar de meest recente verwachting uit OFS 2024 Q1.



Figuur 11: Verschillenanalyse uitkomst 2028 van LTV en ICR DAEB

Het grootste effect in de verschillenanalyse ontstaat bij zowel de ICR als de LTV als gevolg van de modelmatige simulatie. Bij de LTV wordt dit veroorzaakt doordat de beleidswaarde in het model ieder jaar opnieuw wordt berekend terwijl corporaties hebben gerekend met de autonome waardeverandering. Bij de ICR ligt de oorzaak in het verschil tussen de aannames die corporaties hebben gedaan in de dPi en de aannames die WSW heeft gedaan voor variabel rentende leningen. In het onderzoek worden de aannames van WSW overgenomen wat leidt tot hogere ICR. De belangrijkste oorzaak waarom deze aannames anders zijn, ligt in het moment dat deze aannames zijn gedaan. Omdat de renteverwachtingen door het jaar heen fors veranderd zijn, is hier een verschil te zien.

De uniformering van de parameters die door corporaties gehanteerd zijn naar de parameters uit de Leidraad laat een klein positief effect zien op de ICR en geen effect op de LTV. Er wordt niet meer schuld aangetrokken maar de rentelasten zijn per saldo iets lager.

De verdere aanpassingen (van prijsinflatie tot en met rente) hebben per saldo zeer beperkte effecten.

¹⁶ ILT-Aw (2023), *Leidraad economische parameters dPi 2023*

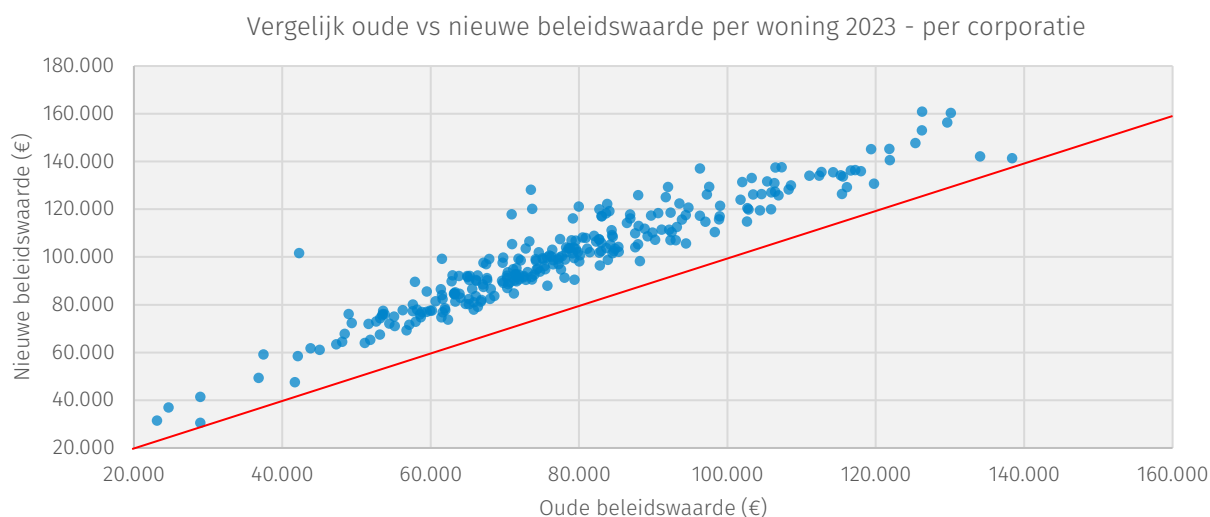
5. Resultaten

Dit hoofdstuk bevat de resultaten van de analyse. In paragraaf 5.1 worden de resultaten van de nieuwe beleidswaarde besproken. In 5.2 wordt gekeken naar de resultaten van het bijsturen. Vervolgens wordt in paragraaf 5.3 gekeken naar de resultaten van de risicoanalyse. Op basis van deze risicoanalyse zijn buffers bepaald, die in paragraaf 5.4 besproken worden.

5.1. Nieuwe beleidswaarde

De nieuwe rekenregels leiden voor alle corporaties tot een verhoogde beleidswaarde. Wel is zichtbaar dat de variatie van de stijgingen groot zijn. Deze variatie is bijna volledig te verklaren vanuit de huidige (uit de marktwaarde overgenomen) discontovoet. Op sectorniveau stijgt de beleidswaarde met ongeveer 26%.

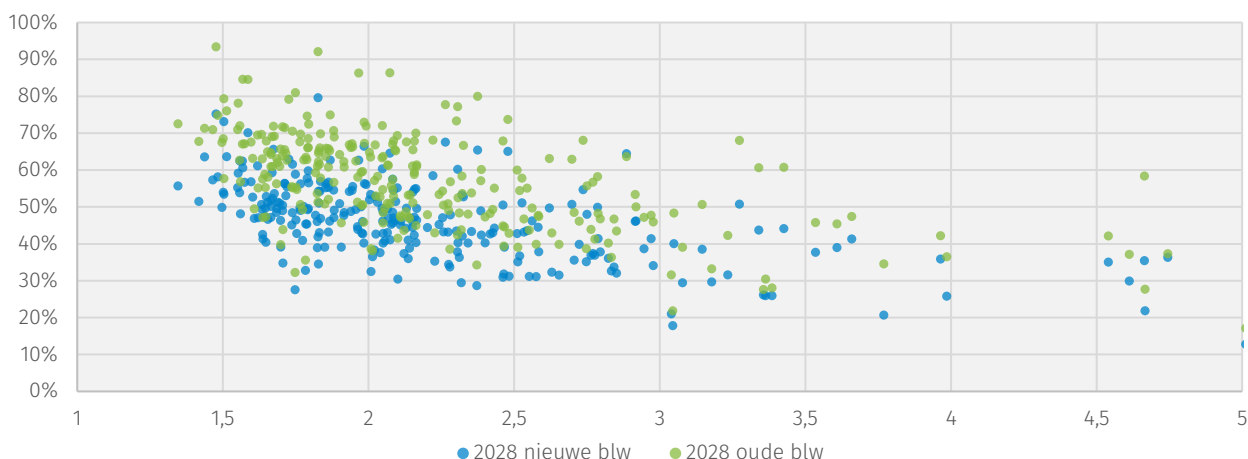
De nieuwe beleidswaarde betekent voor alle corporaties een stijging van de beleidswaarde. Onderstaande figuur laat zien dat de nieuwe beleidswaarde (gemiddeld per woning) zien op de y-as en de oude beleidswaarde (gemiddeld per woning) op de x-as. Wanneer de oude en nieuwe beleidswaarde van een corporatie aan elkaar gelijk zijn, dan zou een stip precies op de rode lijn liggen. Ligt een stip boven de rode lijn dan is de nieuwe beleidswaarde hoger dan de oude beleidswaarde. In de figuur liggen alle stippen boven de rode lijn en dit laat zien dat de invoering van de nieuwe beleidswaarde voor alle corporaties betekent dat de beleidswaarde toeneemt.



Figuur 12: vergelijking oude en nieuwe beleidswaarde per woning, per corporatie.

De nieuwe beleidswaarde stijgt voor alle corporaties dus de LTV van alle corporaties daalt. De ICR verandert niet want de aanpassing van de beleidswaarde heeft geen effect op de ICR. Onderstaande grafiek laat de financiële positie van corporaties zien in 2028 met de oude beleidswaardeberekening en de nieuwe beleidswaardeberekening. De hoogste LTV is niet meer 93%, maar ligt nu op 80%. Waar in de oude beleidswaardeberekening nog zes corporaties boven de 85% uitkwamen, komen vier corporaties boven de 70% uit in de nieuwe beleidswaardeberekening.

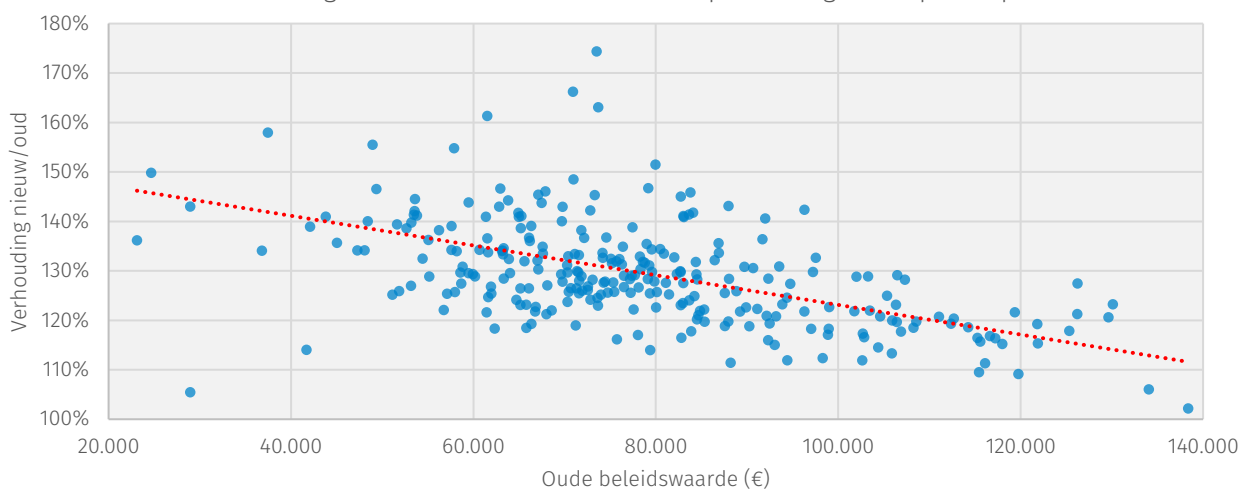
LTV & ICR DAEB in 2028



Figuur 13: vergelijking financiële positie per corporatie tussen oude en nieuwe beleidswaarde

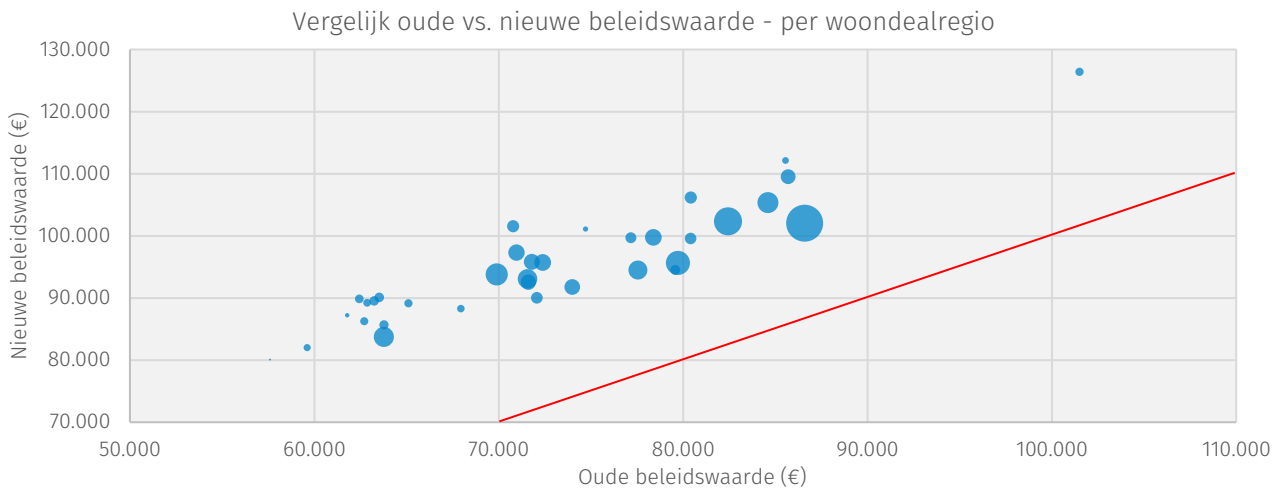
Alle corporaties zien een toename van de beleidswaarde. Deze toename is groter bij corporaties met een lage gemiddelde beleidswaarde per woning en kleiner bij corporaties met een hoge gemiddelde beleidswaarde per woning. Dit betekent dat de gemiddelde beleidswaarde per woning dichter bij elkaar komt te liggen: er is sprake van een nivellerend effect. Onderstaande figuur laat de verhouding tussen de nieuwe en oude gemiddelde beleidswaarde per woning zien (nieuw gedeeld door oud). Wanneer de gemiddelde beleidswaarde per woning sterk toeneemt, dan staat een stip hoger in de grafiek. De rode lijn laat de trend zien. De trend laat zien dat de toename steeds kleiner is als de oude beleidswaarde hoger is.

Verhouding oude vs. nieuwe beleidswaarde per woning 2023 - per corporatie



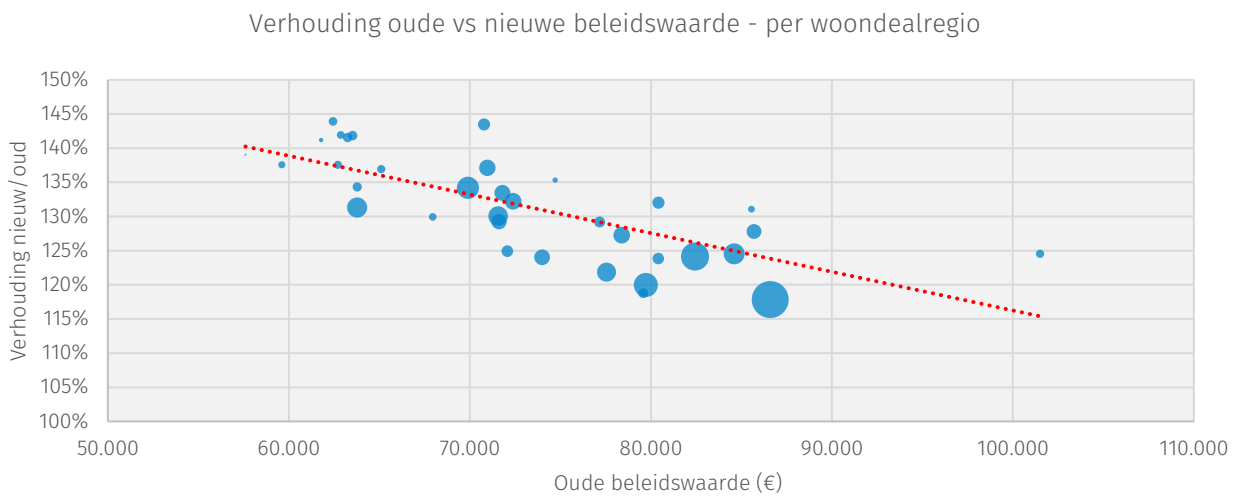
Figuur 14: verhouding oude en nieuwe beleidswaarde per corporatie.

De enige aanpassing in de berekening van de beleidswaarde die tussen corporaties verschilt is de aanpassing van de discontovoet. De hoogte van de oude, marktconforme discontovoet is sterk gerelateerd aan de locatie van een complex. Wanneer de complex-specifieke en locatie-afhankelijke discontovoet vervangen wordt door een generieke discontovoet die geen onderscheid maakt naar locatie, dan is geografie de belangrijke determinant van de verandering. Onderstaande figuur laat zien wat de aanpassing is per woondealregio. De figuur laat zien dat alle woondealregio's een stijging van de gemiddelde beleidswaarde kennen. In onderstaande grafiek correspondeert de grootte van de bol met de grootte van de woondealregio.



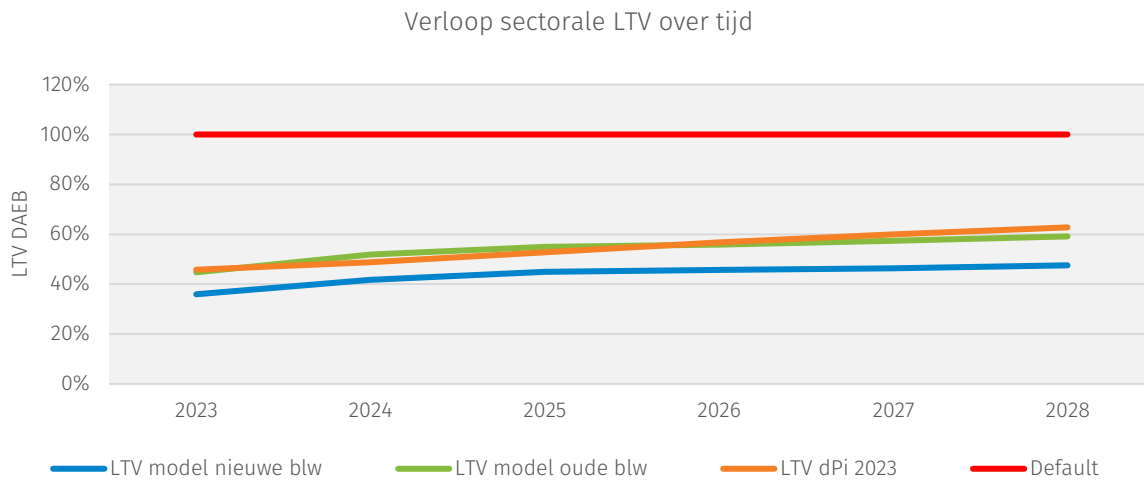
Figuur 15: vergelijking oude en nieuwe beleidswaarde per woondealregio

Het is interessant om te zien dat het nivellerende effect dat op corporatieniveau zichtbaar is, ook te zien is wanneer de vergelijking per woondealregio wordt gemaakt. Dit laat zien dat woondealregio's waar de beleidswaarde gemiddeld laag is er meer op vooruitgaan dan woondeals met een hoge gemiddelde beleidswaarde. Grote woondealregio's die in de Randstad liggen gaan er veel minder op vooruit dan woondealregio's die buiten de Randstad liggen. Dit is het gevolg van de uniformering van de discountvoet.



Figuur 16: verhouding oude en nieuwe beleidswaarde per woondealregio

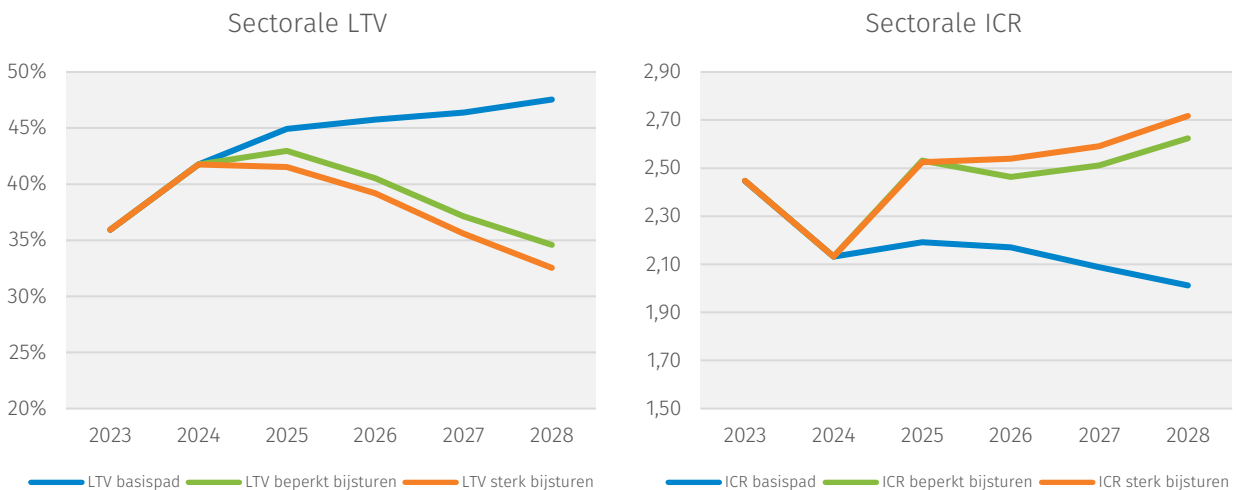
Door aanpassing van de beleidswaarde naar boven komt de LTV van de sector lager te liggen. Waar de LTV uitkomt in de originele dPi op 63% in 2028, komt de LTV nu uit op 48%. Dit is ook zichtbaar in Figuur 17.



Figuur 17: Verloop sectorale LTV (DAEB) in dPi 2023 (oude beleidswaarde) en model met oude en nieuwe beleidswaarde.

5.2. Bijsturen

Een belangrijk onderdeel van de bepaling van de buffer is het bijsturen op het beleid. In de onderstaande figuur is het effect zichtbaar van de twee bijstuurmaatregelen op het basisscenario. De impact die zichtbaar is, is dus de impact van het bijsturen zonder dat er economische stress optreedt. Om die reden verbetert zowel de LTV als de ICR aanzienlijk. Het beperkte bijstuurscenario zorgt ervoor dat de sectorale LTV zich in 2028 verbetert met 13%-punt (van 48% naar 35%). De impact op de ICR van 2028 is een stijging van 0,61 (van 2,01 naar 2,62). Het sterke bijstuurscenario kent nog een hogere positieve impact, de LTV in 2028 verbetert zich met 15%-punt (van 48% naar 33%) en de ICR in 2028 met 0,71 (2,01 naar 2,72).



Figuur 18: impact van de bijstuurmaatregelen op het basisscenario

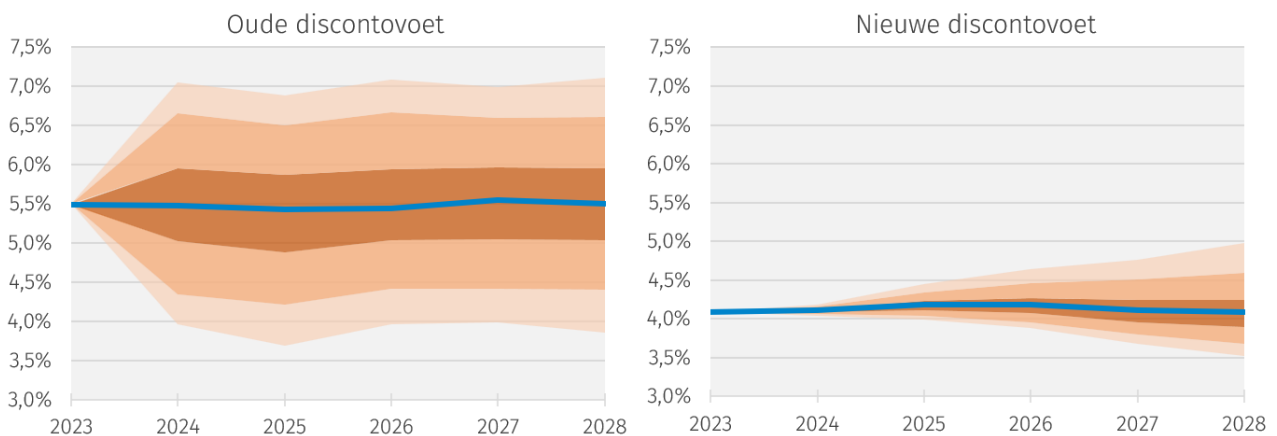
Beide figuren laten zien dat bijsturen leidt tot een sterke verbetering van de financiële positie, maar in beide figuren is er een andere oorzaak. Bij de LTV ontstaat het grootste effect door minder leningen aan te trekken, een gevolg van het feit dat er veel minder nieuwbouw wordt uitgevoerd. In de ICR ontstaat eerst een groot effect doordat de onderhoudskosten worden teruggebracht vanaf 2025. Daarna volgt ook een effect van de lagere rentelasten, een gevolg van het feit er minder leningen nodig zijn. Maar dit heeft een kleiner effect dan de bezuiniging op onderhoud.

5.3. Risicoanalyse

Om de buffers te berekenen is een aantal risicoanalyses uitgevoerd waarbij de meerjarenbegroting van alle corporaties 2.000 maal is doorgerekend. Eerst wordt de risicoanalyse van het dPi-beleid besproken. Hierin is nog niets aangepast en het is niet gebruikt voor de buffer. Het laat wel zien hoe gevoelig de nieuwe beleidswaarde discontovoet is en waar de grootste risico's voor de sector liggen. Het helpt om te begrijpen waarom een buffer nodig is. Daarna worden de resultaten van de risicoanalyses van de bijstuurscenario's besproken.

Risicoanalyse dPi-beleid

De risicoanalyse van het dPi-beleid geeft inzicht in de volatiliteit van de nieuwe sectorale discontovoet in de beleidswaarde. Voorheen was deze gebaseerd op de discontovoet uit de marktwaarde. In de nieuwe methodiek is deze gebaseerd op een sectorale benadering via de WACC. Figuur 19 laat zien dat de nieuwe discontovoet veel stabielier is. De beleidswaarde is veel minder gevoelig voor schommelingen in macro-economische omstandigheden dan voorheen het geval was.



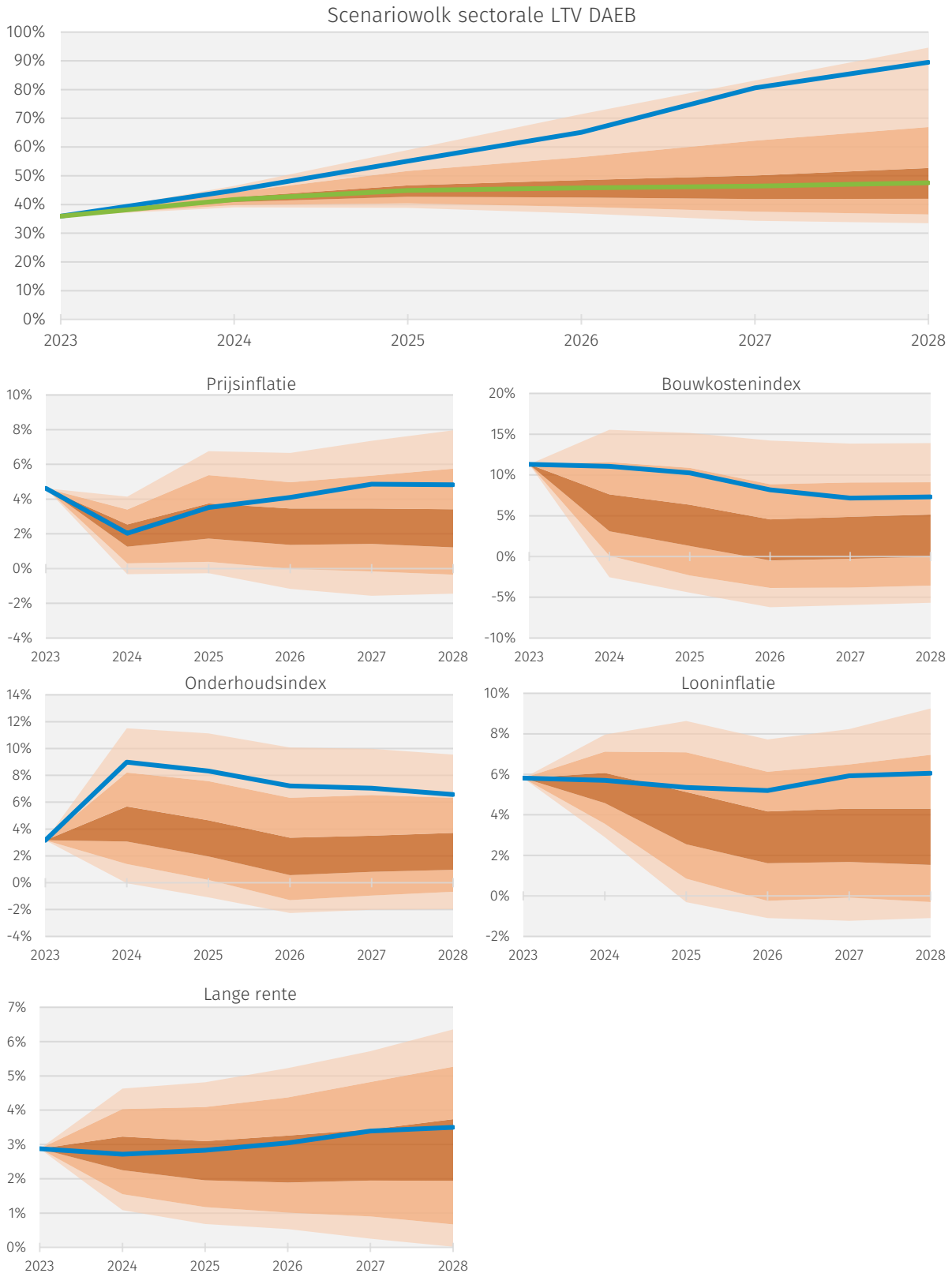
Figuur 19: vergelijking tussen de onzekerheid in de oude en nieuwe discontovoet

Risicoanalyse LTV

Aan de hand van de risicoanalyse kunnen de macro-economische gevoeligheden bepaald worden. Dit doen we door te kijken naar de scenario's waarin de slechtste uitkomsten voor een bepaald kengetal optreden. Dit scenario is geconstrueerd door de 5% (dus 100 van de 2.000) slechtste scenario's voor bijvoorbeeld de LTV uit te middelen. Door dit ook te doen voor de bijbehorende 100 scenario's van de inputparameters ontstaat inzicht in de gevoeligheden tussen deze macro-economische reeksen en slechte uitkomsten van de LTV. Dit is weergegeven met de donkerblauwe lijn in figuur 20.

Voor slechte scenario's van de LTV geldt dat er een sterk verband is met een hoge onderhoudsindex. Deze onderhoudsindex werkt door in de beleidswaarde, maar ook de financieringsbehoefte van corporaties. Een hoge stijging van de onderhoudskosten vertaalt zich door in alle toekomstige onderhoudskosten. Dat betekent dat de contante waarde van de onderhoudskosten in de beleidswaarde stijgt waardoor de waarde daalt. Dit betekent ook dat er meer leningen moeten worden aangetrokken. Dit zorgt dus zowel in de noemer als in de teller voor een verslechtering van de LTV. In iets mindere mate is dit ook terug te zien voor de looninflatie. De looninflatie in 2024 leidt nog tot een hogere huurverhoging in 2024 op grond van de NPA maar een hogere looninflatie in latere jaren leidt tot hogere kosten die niet altijd gecompenseerd worden door huurinkomsten die meestijgen.

Verder is er ook een duidelijk verband te zien met een hogere bouwkostenontwikkeling. In scenario's waar de bouwkostenstijging hoog is, zal de externe financiering, en daarmee de leningportefeuille van corporaties, sterk toenemen. Hierdoor neemt de teller van de LTV toe waardoor de LTV verslechtert.

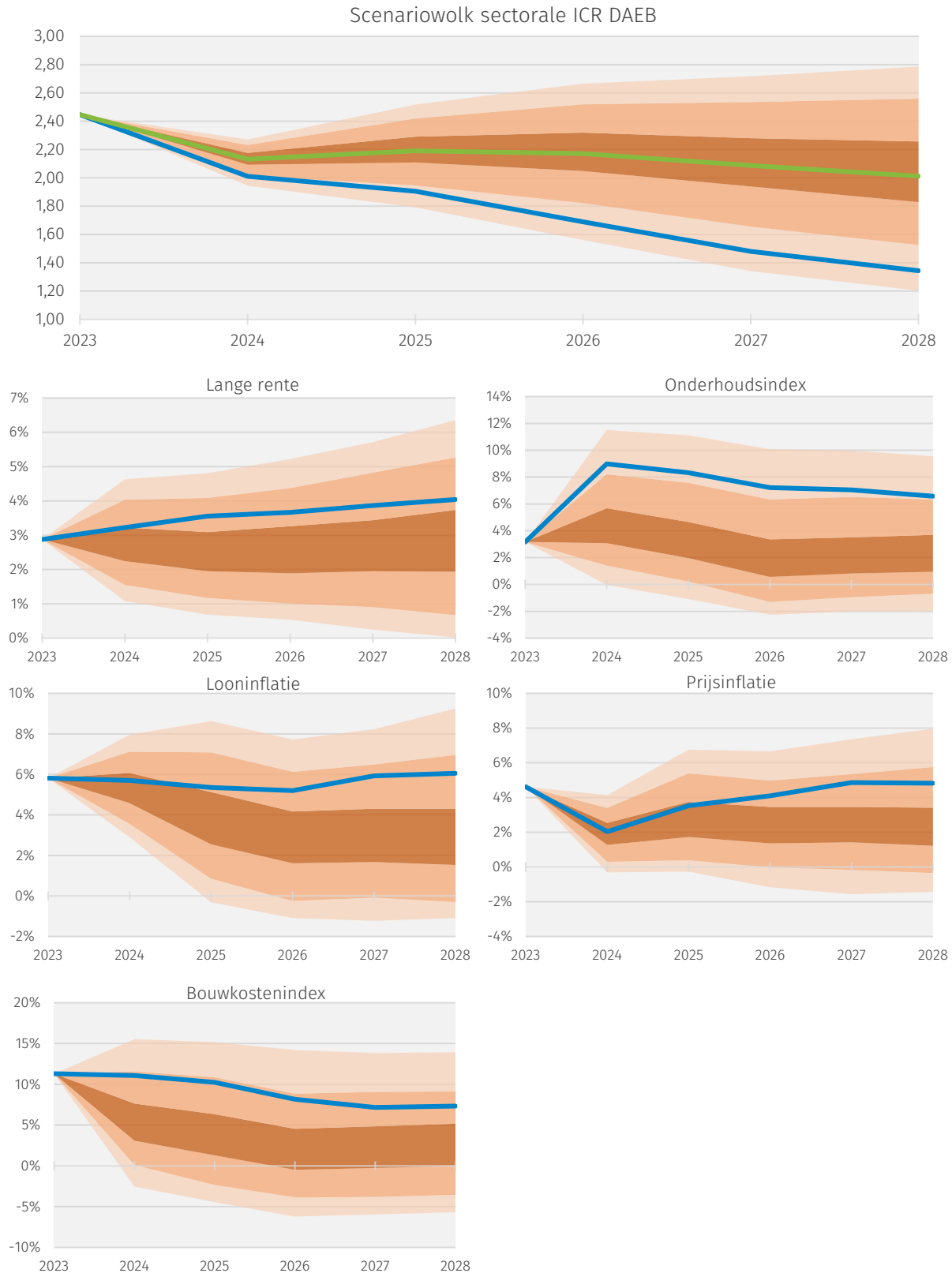


Figuur 20: Uitkomsten risicoanalyse sectorale LTV

Risicoanalyse ICR

De risicoanalyse laat zien dat een ICR stress-scenario veelal veroorzaakt wordt door hoge onderhoudskostenstijgingen. De donkerblauwe lijn met het gemiddelde van de slechtste 100 ICR-scenario's bovenin figuur 21, wordt vooral veroorzaakt door een hoge stijging van de onderhoudskosten. Ook de

andere inflatiereeksen die gekoppeld zijn aan de exploitatielasten laten leiden tot een lagere ICR. In mindere mate is een verband te zien tussen verhoogde renteverwachtingen en een lage ICR. De gevoeligheid van de ICR zit dus met name in de teller (operationele kasstroom vóór rente) en in mindere mate in de noemer van de ICR (rentelasten). Dit is logisch: de rentelasten nemen pas toe nadat leningen aangetrokken zijn.



Figuur 21: Uitkomsten risicoanalyse sectorale ICR

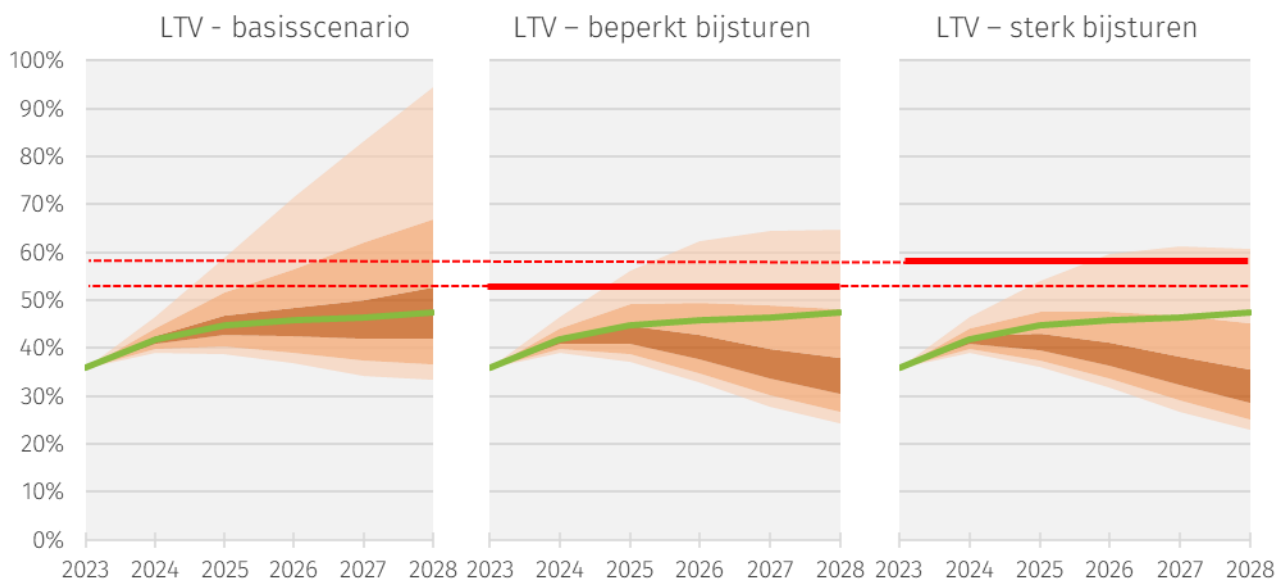
Risicoanalyse – bijsturen

Op basis van de risicoanalyse van de bijgestuurde scenario's wordt de buffer bepaald.

De buffer wordt bepaald door het verschil te nemen tussen het basisscenario in de verwachting en het macro-economische stress-scenario dat eens in de 100 jaar met het daar bijhorende bijstuurscenario, of het macro-economische stress-scenario dat eens in de 40 jaar optreedt daar bijhorende bijstuurscenario. De aan te houden buffer is dan het grootste verschil tussen de uitkomsten in het bijstuurscenario en het voorgenomen beleid.

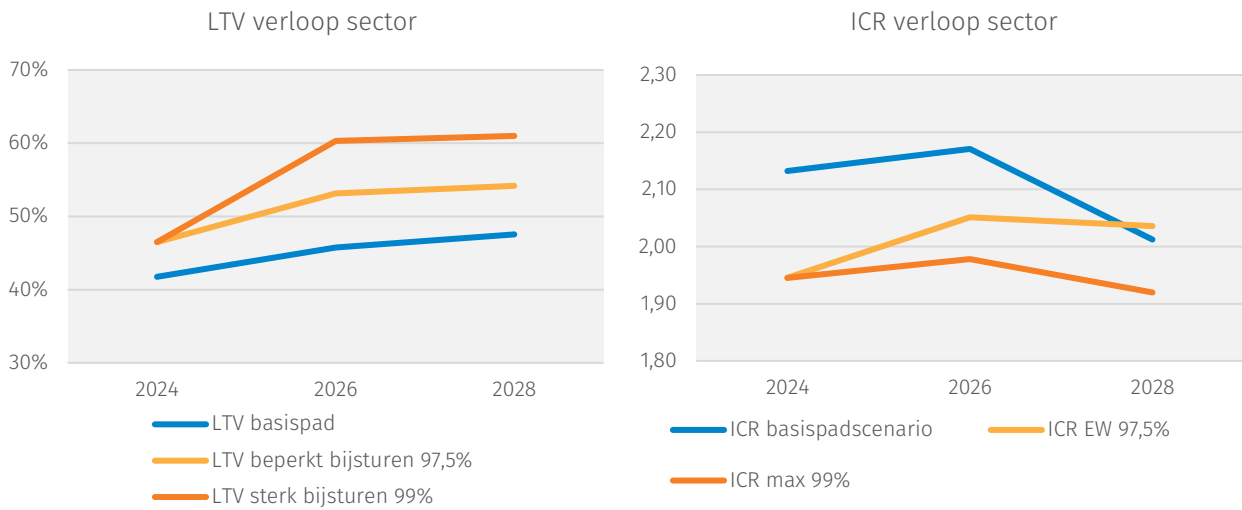
In Figuur 22 zijn de uitkomsten te zien van de risicoanalyses van het dPi-beleid en de beide bijgestuurde varianten voor de LTV. In de figuur zijn twee rode lijnen te zien. De bovenste rode lijn laat het niveau van de 99% uitkomst zien in de rechtergrafiek, het sterk bijgestuurde scenario. De onderste rode lijn laat de 97,5% uitkomst zien in het minder bijgestuurde scenario.

De scenariowolk voor het beperkt bijsturen ligt iets hoger dan de scenariowolk voor het sterk bijsturen. Dat betekent dat het sterk bijsturen een positiever effect heeft op de LTV – dat is ook bedoeling. Bij sterk bijsturen bepaalt het 99% percentiel de buffer (een scenario dat eens in de 100 jaar optreedt) in plaats van het 97,5%. De figuur laat zien dat de buffer dit bepaald wordt door het sterke bijstuurscenario gecombineerd met de hogere zekerheid. De extra 1,5%-punt zekerheid heeft een groter effect verhogend effect op de buffer dan het sterkere bijsturen die de buffer wat omlaag brengt.



Figuur 22: Uitkomsten risicoanalyses LTV met bijstuurmaatregelen.

Deze conclusie geldt niet alleen voor de LTV maar ook voor de andere financiële kengetallen in dit onderzoek. Figuur 23 laat dit zien voor zowel de ICR als de LTV. Het sterke bijstuurbeleid gecombineerd met een stress-scenario dat eens in de 100 jaar voorkomt pakt altijd negatiever uit dan het beperkte bijstuurscenario gecombineerd met een stress-scenario dat eens in de 40 jaar optreedt.



Figuur 23: Percentielen bijstuurmaatregelen ten opzichte van het basisscenario

5.4. Buffers

Op basis van de analyses die hiervoor beschreven zijn, zijn macro-economische buffers bepaald voor de financiële kengetallen. Voor de DAEB-tak gaat het om de LTV, ICR, solvabiliteit en de dekkingsratio. Voor de niet-DAEB-tak gaat het om de LTV, ICR en solvabiliteit. Hierna wordt voor elk kengetal de bepaalde macro-economische buffer kort toegelicht.

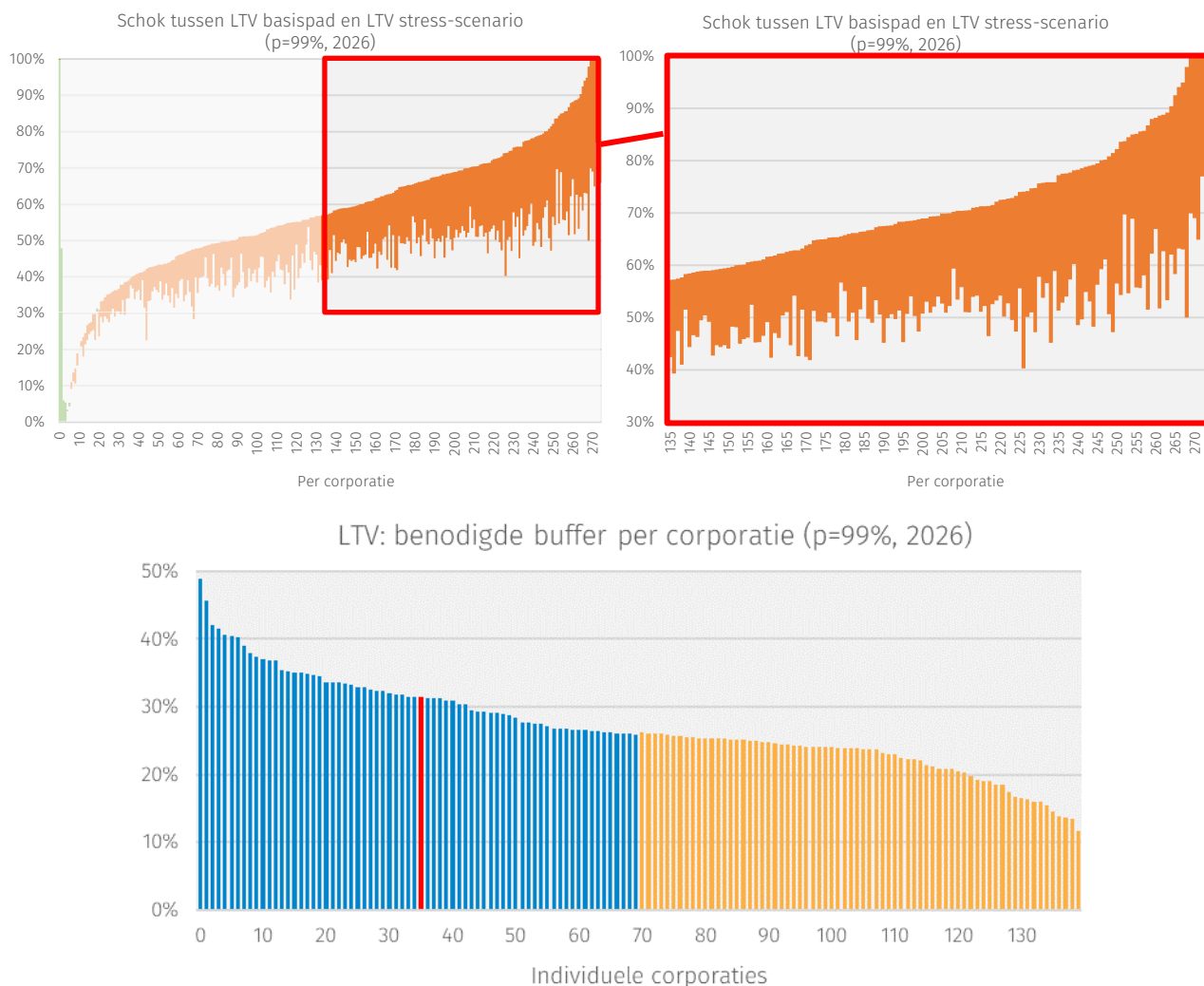
Buffer LTV DAEB

Voor de LTV DAEB is de buffer voor macro-economische risico's bepaald op basis van het sterke bijstuurscenario. Onderstaande tabel laat de uitkomsten van de bufferberekening zien voor de LTV DAEB. De tabel laat zien dat de buffer die nodig is het grootst is in 2026.

Buffer LTV DAEB			
Jaar	2024	2026	2028
Benodigde buffer (beperkt bijsturen)	12%	19%	21%
Benodigde buffer (sterk bijsturen)	12%	31%	30%
Hoogste waarde	31%		

Tabel 4: buffer LTV DAEB

Deze 31% ontstaat door het verschil in 2026 te beschouwen tussen het basisscenario en het sterke bijstuurscenario in het 99% percentiel. Wanneer deze verschillen voor alle corporaties inzichtelijk zijn gemaakt, wordt voor de bufferbepaling gekeken naar de helft van de corporaties die in dit stress-scenario het dichtst bij de default waarde van 100% komen. Vervolgens wordt van deze helft wederom de helft genomen en ingezoomd op de corporaties die grootste schok ervaren na de sterke bijsturing. De mediane schok is in dit geval voor de LTV DAEB dan 31%. Deze methode wordt ook voor alle andere kengetallen gehanteerd en is terug te zien in Figuur 24.



Figuur 24: Methodiek bufferbepaling

Buffer ICR DAEB

Voor de ICR DAEB is de buffer voor macro-economische risico's bepaald op basis van het sterke bijstuurscenario. Onderstaande tabel laat de uitkomsten van de bufferberekening zien voor de ICR DAEB. De tabel laat zien dat de buffer die nodig is het grootst is in 2026.

Buffer ICR DAEB			
Jaar	2024	2026	2028
Benodigde buffer (beperkt bijsturen)	0,24	0,22	0,10
Benodigde buffer (sterk bijsturen)	0,24	0,31	0,24
Hoogste waarde	0,31		

Tabel 5: buffer ICR DAEB

Buffer solvabiliteit DAEB

Voor de solvabiliteit DAEB is de buffer voor macro-economische risico's bepaald op basis van het sterke bijstuurscenario. Onderstaande tabel laat de uitkomsten van de bufferberekening zien voor de solvabiliteit DAEB. De tabel laat zien dat de buffer die nodig is het grootst is in 2028.

Buffer solvabiliteit DAEB			
Jaar	2024	2026	2028
Benodigde buffer (beperkt bijsturen)	11%	17%	19%
Benodigde buffer (sterk bijsturen)	11%	28%	31%
Hoogste waarde	31%		

Tabel 6: buffer solvabiliteit DAEB

Buffer dekkingsratio DAEB

Voor de dekkingsratio in de DAEB-tak is de benodigde buffer bepaald op basis van de macro-economische risico's in 2024. In dit jaar wordt er nog niet bijgestuurd en dus is de buffer in beide bijstuurscenario's even groot. Onderstaande tabel laat de uitkomsten van de bufferberekening zien voor de dekkingsratio in de DAEB-tak.

Buffer dekkingsratio DAEB			
Jaar	2024	2026	2028
Benodigde buffer (beperkt bijsturen)	26%	16%	9%
Benodigde buffer (sterk bijsturen)	26%	17%	12%
Hoogste waarde	26%		

Tabel 7: buffer dekkingsratio DAEB

Buffer LTV niet-DAEB

Voor de LTV niet-DAEB is de buffer voor macro-economische risico's bepaald op basis van het sterke bijstuurscenario. Onderstaande tabel laat de uitkomsten van de bufferberekening zien voor de LTV niet-DAEB. De tabel laat zien dat de buffer die nodig is het grootst is in 2028.

Buffer LTV niet-DAEB			
Jaar	2024	2026	2028
Benodigde buffer (beperkt bijsturen)	5%	11%	14%
Benodigde buffer (sterk bijsturen)	5%	16%	22%
Hoogste waarde	22%		

Tabel 8: buffer LTV niet-DAEB

Buffer ICR niet-DAEB

Voor de ICR niet-DAEB is de buffer voor macro-economische risico's bepaald op basis van het sterke bijstuurscenario. Onderstaande tabel laat de uitkomsten van de bufferberekening zien voor de ICR niet-DAEB. De tabel laat zien dat de buffer die nodig is het grootst is in 2028.

Buffer ICR niet-DAEB			
Jaar	2024	2026	2028
Benodigde buffer (beperkt bijsturen)	0,11	0,06	0,25
Benodigde buffer (sterk bijsturen)	0,11	0,18	0,31
Hoogste waarde	0,31		

Tabel 9: buffer ICR niet-DAEB

Buffer solvabiliteit niet-DAEB

Voor de solvabiliteit niet-DAEB is de buffer voor macro-economische risico's bepaald op basis van het sterke bijstuurscenario. Onderstaande tabel laat de uitkomsten van de bufferberekening zien voor de solvabiliteit niet-DAEB. De tabel laat zien dat de buffer die nodig is het grootst is in 2028.

Buffer solvabiliteit niet-DAEB			
Jaar	2024	2026	2028
Benodigde buffer (beperkt bijsturen)	4%	9%	12%
Benodigde buffer (sterk bijsturen)	4%	14%	17%
Hoogste waarde	17%		

Tabel 10: buffer solvabiliteit niet-DAEB

6. Vragen

Dit onderzoek is nieuw en kan vragen oproepen. In dit hoofdstuk proberen wij een aantal vragen te beantwoorden.

Wat betekent dit onderzoek voor de haalbaarheid van de NPA?

De haalbaarheid van de NPA en/of de bestedingsruimte van corporaties heeft in dit onderzoek geen rol gespeeld. Het is daarom niet te zeggen wat het effect is op de haalbaarheid van de NPA.

Kan iedere corporatie wel zo sterk bijsturen?

In dit onderzoek is gewerkt met twee bijstuurscenario's die voor alle corporaties worden gebruikt. Deze bijstuurscenario's grijpen in op het beleid van alle corporaties, terwijl er grote verschillen bestaan tussen de manier waarop corporaties het beleid in de dPi opnemen. Een deel van de corporaties neemt bijvoorbeeld alleen 'harde' projecten op in de dPi, dat zijn projecten waarvan de corporatie bijna zeker is dat deze doorgaan. Een ander deel van de corporaties ook 'zachte' projecten opneemt, projecten waarvan de corporatie minder zekerheid over het doorgaan. Betekent dit dat de bijstuurscenario's niet kloppen? In de bijstuurscenario's worden vooral projecten in de laatste jaren van de dPi teruggeschaald. Corporaties die alleen harde projecten hebben opgenomen, hebben in de jaren waarin wordt bijgestuurd meestal minder projecten opgenomen. Voor die corporaties is het effect van deze aanname beperkt. Er is verder aangenomen dat de dPi van corporaties voor 100% uitgevoerd wordt. Het is bekend dat de dPi van corporaties een sterke mate van planningsoptimisme bevat: het is corporaties de afgelopen jaren maar beperkt gelukt om alle voorgenomen plannen uit te voeren. Voor dit planningsoptimisme wordt geen extra afslag gedaan.

Is er sprake van perfect foresight bias?

Van perfect foresight bias is sprake als we in het onderzoek toekomstig handelen veronderstellen dat alleen mogelijk is bij perfecte informatie over de toekomst, die op het moment van handelen nog niet beschikbaar is.

In dit onderzoek wordt gekeken welke buffer nodig is bij bijsturen. Maar kunnen corporaties zo snel bijsturen als nodig is? De bijstuurmaatregelen krijgen effect vanaf het tweede prognosejaar. Voor de dPi die eind 2023 is ingeleverd betekent dat het eerste effect van bijsturen ontstaat in 2025. Dat betekent dat er voldoende ruimte is voor bijsturen.

Waarom blijft de defaultgrens op 100% van de beleidswaarde?

De defaultgrens is gesteld op 100% van de nieuwe beleidswaarde. Dit terwijl de nieuwe beleidswaarde hoger is dan de oude beleidswaarde. Leidt een andere waardering tot meer leencapaciteit omdat de waarde hoger is?

De nieuwe beleidswaarde, waarbij de kasstromen van de corporatie over 60 jaar contant gemaakt worden tegen een rentevoet die past bij het risico-arme beleid, geeft een goede inschatting van de waarde van het vastgoed bij uitvoering van het corporatiebeleid. In de oude beleidswaardeberekening werd de marktconforme discontovoet gebruikt. Deze discontovoet is gebaseerd op een ander risicoprofiel dan de corporatie-exploitatie.

Omdat de nieuwe beleidswaarde een goede inschatting is van de contante waarde van de kasstromen uit de exploitatie is de default grens op 100% van die waarde gesteld.

Leiden andere macro-economische verwachtingen tot een andere buffer?

Macro-economische verwachtingen zijn constant in ontwikkeling en wijzigen van maand tot maand, kwartaal tot kwartaal en van jaar tot jaar. Als er een andere scenarioset was gebruikt, was er dan een andere norm uit gekomen?

De macro-economische *verwachting* zoals bijvoorbeeld hoe hoog de inflatie wordt leidt op zichzelf niet tot een andere buffer: immers, het is het verschil tussen de uitkomst in de verwachting en de uitkomst in het 99% scenario. De buffer zou anders worden als het macro-economische risico, dat wil zeggen de spreiding van de scenario's rondom de verwachting anders zou zijn.

Moeten buffers periodiek herrekend worden?

Het strekt tot de aanbeveling om berekening van de buffer voor macro-economische risico's periodiek te herhalen. Wanneer is dit nodig? Wanneer corporaties een andere risicogevoeligheid krijgen (bijvoorbeeld door politieke ingrepen), wanneer er een verandering komt in de financiële verslagleggingsregels of wanneer het risico verandert als gevolg van veranderende marktomstandigheden. Buiten dat is een regelmatige update goed. Het is aan Aw en WSW om over de frequentie te beslissen.

Rotterdam
Amsterdam
London
Pfäffikon
Toronto
Melbourne
New York
Singapore

www.ortecfinance.com

Disclaimer

Ortec Finance would like to emphasize that Ortec Finance is a software provider of technology and IT solutions for risk and return management for institutions and private investors. Please note that this information has been prepared with care using the best available data. This information may contain information provided by third parties or derived from third party data and/or data that may have been categorized or otherwise reported based upon client direction. For this information of third party providers, the following additional terms and conditions regarding the use of their data apply: <https://www.ortecfinance.com/en/legal/disclaimer>.

Ortec Finance and any of its third party providers assume no responsibility for the accuracy, timeliness, or completeness of any such information. Ortec Finance and any of its third party providers accept no liability for the consequences of investment decisions made in relation on this information. All our services and activities are governed by our general terms and conditions which may be consulted on <https://www.ortecfinance.com/> and shall be forwarded free of charge upon request.

Any analysis provided herein is derived from your use of Ortec Finance's software and does not constitute advice as to the value of securities or the advisability of investing in, purchasing, or selling securities. All results and analyses in connection with Ortec Finance's software are based on the inputs provided by you, the client. Ortec Finance is not registered as an investment adviser under the US Investment Advisers Act of 1940, an equivalent act in another country and every successive act or regulation. For the avoidance of doubt, in case terms like "client(s)" and "advisor(s)" are used in communications of Ortec Finance, then these terms are always referred to client(s) of Ortec Finance's contract client and its advisor(s).