

Trendrapportage woningcorporaties 2008-2013:

investeringen, kasstromen en financiering



waarborgfonds sociale woningbouw



Inhoudsopgave

VOORWOORD	2
<hr/>	
SAMENVATTING	3
<hr/>	
INVESTERINGEN	4
Realisatie	4
Prognose	5
Invloed van verkopen op investeringen	5
<hr/>	
KASSTROMEN	6
Realisatie	6
Prognose	7
Operationeel kasresultaat onvoldoende om leningen af te lossen	7
Cijfers kritisch bekeken	8
Analyse van parameters	9
<hr/>	
EXTERNE FINANCIERING	10
Prognose	11
Risico's	11
Rente-uitgaven	11
<hr/>	
INZICHT LANGE TERMIJN	12

VOORWOORD

De kredietcrisis gaat niet aan de woningcorporaties voorbij. Een samenloop van factoren zorgt ervoor dat corporaties tegen de grenzen van hun kunnen aanlopen. Het blijkt dat investeringen erg afhankelijk zijn van verkopen zodat verwacht moet worden dat investeringen onder druk komen te staan. Het hoge ambitieniveau van corporaties vertaalt zich in hogere rentelasten. Méér corporaties zijn aangewezen op het maatwerk van het WSW.

Ook overheidsmaatregelen zoals de invoering van de integrale vennootschapsbelasting hebben gevolgen voor de kasstromen. Op de financieringsmarkt voor corporaties zijn de effecten van de crisis voelbaar bijvoorbeeld doordat niet door het WSW geborgde leningen moeilijk beschikbaar zijn, maar ook door de toegenomen rente- / risico-opslagen en de korte looptijden van financiering.

Aangekondigde maatregelen van het kabinet, zoals een verhoging van de borgingsgrens en een financieringsprogramma voor corporaties kunnen een positieve bijdrage leveren. Ook het WSW zet een tandje bij door bijvoorbeeld binnen de grenzen van kredietwaardigheid corporaties maximaal te faciliteren, maar ook door te werken aan nieuwe financieringsproducten zodat corporaties kunnen blijven investeren in buurten en wijken.

Met deze trendnotitie hoopt het WSW een bijdrage te leveren aan het inzicht in het functioneren van corporaties.

Roland van der Post

algemeen directeur WSW

SAMENVATTING

Deze trendrapportage schetst een beeld van de investeringen, kasstromen en financiering van woningcorporaties in de periode 2008-2013. Deze cijfers zijn gebaseerd op de prognoses van de woningcorporaties zelf, die het WSW begin 2009 van zijn 408 deelnemers heeft ontvangen.¹ In het investeringsbeeld zijn er drie opvallende trends waar te nemen.

- Uit de realisatiecijfers kan opgemaakt worden dat de investeringen toe zijn genomen de afgelopen twee jaar. In 2008 betrof de investeringen 10,8 miljard (zowel borgbare als niet borgbare investeringen).
Opvallend is dat het aandeel niet-borgbare investeringen harder is gegroeid dan de borgbare investeringen het afgelopen jaar. Een verklaring hiervoor is dat de borgingsgrens steeds meer gaat knellen. Sinds 2003 is de borgingsgrens niet meer verhoogd terwijl de bouwkosten wel zijn gestegen. Het gevolg is dat voor meer sociale projecten geen gebruik kan worden gemaakt van de voordelen van de WSW-borging.
Dit gegeven gecombineerd met de prognose dat woningcorporaties verwachten minder in staat te zijn om commerciële financiering aan te trekken, heeft een direct effect op de investeringen. In de huidige financiële markt verwachten corporaties minder niet door het WSW gegarandeerde leningen aan te kunnen trekken. Zolang de borgingsgrens knelt betekent dit dus dat investeringen stagneren.
- Daarnaast blijkt uit de prognoses dat corporaties voor hun investeringen erg afhankelijk zijn van verkopen. Uit deze trendrapportage blijkt dat 63% van de investeringen afhankelijk zijn van verkopen.
- De operationele kasstromen worden dunner. WSW berekent dat gemiddeld het kasoverschot afneemt van 2 miljard naar 1,5 miljard. Het lijkt erop dat veel woningcorporaties, mede omdat aan het begin van 2009 de gevolgen van de kredietcrisis nog niet helder waren, een té positief beeld schetsen voor 2009-2013. In deze rapportage geeft het WSW een alternatief scenario wat een meer voorzigtiger beeld geeft. Méér corporaties krijgen te maken met maatwerk van het WSW. Naar verwachting 177 in plaats van 153 (in 2008).

Als laatste worden twee zichtbare trends in de financiering van corporaties besproken.

- De eerste is de stijgende kapitaalbehoefte. De externe kapitaalbehoefte neemt toe tot € 50,4 miljard over 2009-2013, hierdoor stijgt de totale leningenportefeuille tot € 90 miljard. Daarnaast worden de looptijden steeds korter, waardoor corporaties een steeds groter stuwmeer aan te herfinancieren leningen hebben. Niet alleen worden de risico's van de kosten voor exploitatie vergroot (onzekerheid over rentelasten) maar ook komt er een steeds grotere druk op het bestaande financieringskanaal. Ook de risico's voor de beschikbaarheid van financiering nemen daardoor toe.
- De rente-uitgaven stijgen als gevolg van de stijgende externe kapitaalbehoefte én de verwachte rentestijging. Verwacht wordt dat de rente-uitgaven toenemen met 6% per jaar.

Er mag worden geconcludeerd dat corporaties op financieel gebied te maken hebben met een samenloop van effecten. Stagnerende verkopen zullen volgens deze prognoses invloed hebben op de investeringen. Dit effect wordt versterkt door kasstromen die krappere worden, onder andere doordat uitgaven voor rente stijgen.

¹ In totaal is 96% van alle woningcorporaties in Nederland deelnemer van het WSW.

Omdat niet door het WSW geborgde financiering nauwelijks beschikbaar is kan een verhoging van de borgingsgrens helpen om een deel van het negatieve effect op de investeringen op te heffen. Daarnaast moet er ook aandacht gegeven worden aan het aanbod van financiering. Het huidige aanbod waarbij de looptijden erg kort zijn, zorgt voor extra risico's voor corporaties.

INVESTERINGEN

Er zijn drie opvallende trends waar te nemen:

- De gerealiseerde investeringen nemen toe.
- Een verschuiving van niet-borgbare investeringen naar borgbare investeringen in 2008.
- Investerings zijn voor een groot deel sterk afhankelijk van verkopen.

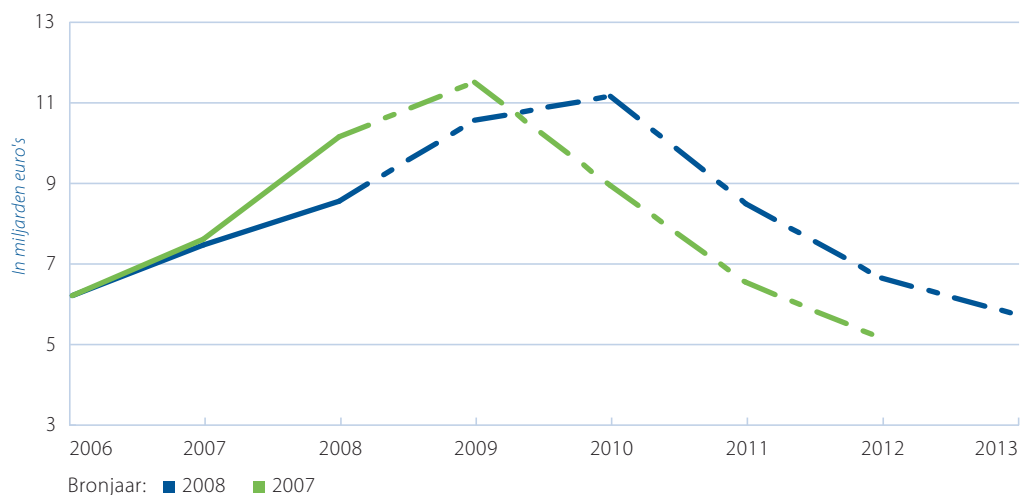
Hieronder wordt eerst de realisatie en daarna de prognose besproken, waarin deze trends terugkomen.

Realisatie²

De investeringen zijn toegenomen, van € 7,7 miljard in 2006 tot 10,8 miljard in 2008. Dit zijn zowel borgbare als niet-borgbare investeringen. In 2008 zijn de voorgenomen borgbare investeringen voor 84% gerealiseerd en niet borgbare investeringen voor 56%. Hoewel het aandeel borgbare investeringen een stuk groter is dan de niet borgbare investeringen, hebben de niet-borgbare investeringen een sterkere groei doorgemaakt van 2007 naar 2008. De niet-borgbare investeringen zijn in 2008 gestegen met 34% naar € 2,3 miljard en de borgbare investeringen zijn gegroeid met 13% naar € 8,5 miljard. Een verklaring voor deze sterke groei is de hoogte van de borgingsgrens. Door stijgende bouwkosten is het voor woningcorporaties moeilijker om de stichtingskosten per verhuureenheid onder de € 200.000 te houden. De grens van € 200.000 is sinds 2003 niet meer geïndexeerd, terwijl de grond- en bouwkosten wel zijn gestegen. Het gevolg hiervan is dat meer sociale projecten boven de € 200.000 uitkomen en niet door het WSW geborgd kunnen worden.

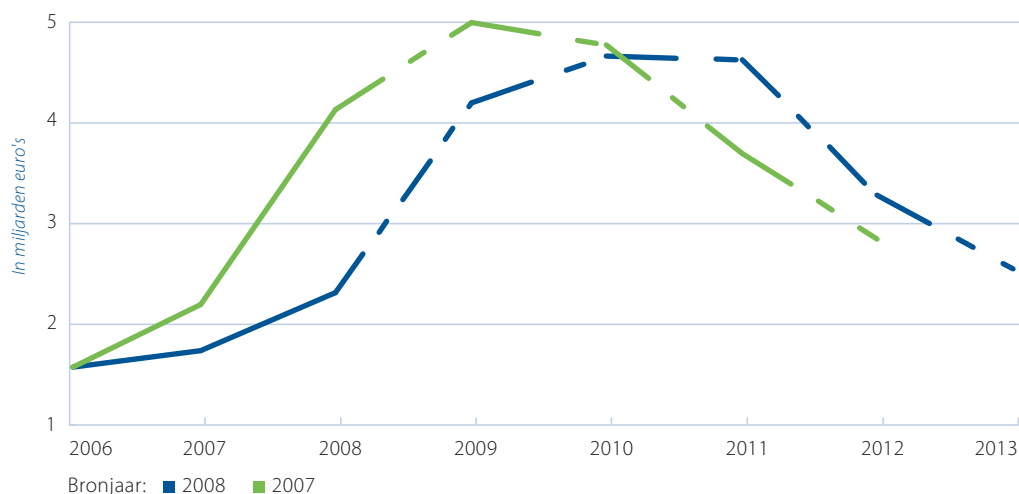
Figuur 1A

Borgbare investeringen



² De realisatiecijfers 2008 zijn strikt genomen voorlopige realisatiecijfers 2008.

Figuur 1B
Niet-borgbare investeringen



Prognose

De groei van niet-borgbare investeringen, die in 2008 duidelijk is waar te nemen, kent een duidelijke stagnatie in de komende jaren. De reden hiervoor is dat door de kredietcrisis woningcorporaties meer moeite te hebben om commerciële financiering aan te trekken. Leningen die geborgd worden door het WSW geven financiers meer zekerheid, waardoor corporaties deze wel aan kunnen trekken. Hierdoor kunnen de borgbare investeringen doorgang blijven vinden. In de prognose treedt een verschuiving op van niet-borgbare investeringen naar borgbare investeringen. Het betekent wel dat sociale projecten boven € 200.000 stichtingskosten blijven liggen.

Uit figuur 1A en 1B blijkt dat de woningcorporaties verwachten dat de borgbare investeringen toenemen ten opzichte van de niet-borgbare investeringen: de borgbare investeringen blijven op peil en de niet-borgbare investeringen dalen.

Invloed van verkopen op investeringen

De voorgenomen verkopen nemen de komende vijf jaar met € 1,2 miljard toe tot € 13,7 miljard. Hierbij is de relatie tussen investeringen en verkopen van belang. Verkoopopbrengsten zijn een belangrijke bron voor investeringen. Uit onderzoek van het WSW blijkt dat 63% van de investeringen in nieuwbouw van woningcorporaties sterk afhankelijk zijn van verkopen. Het onderzoek laat zien dat er een verhouding is tussen verkopen en investeringen in de nieuwbouw (zie figuur 2). Het grootste gedeelte van de investeringen is sterk afhankelijk van verkopen. Er zijn twee gevallen waarbij die afhankelijkheid kleiner is:

- Woningcorporaties die relatief weinig verkopen (de eerste categorie in figuur 2), en relatief veel investeren.
- Woningcorporaties die veel verkopen maar weinig investeringen (de laatste twee categorieën in figuur 2).

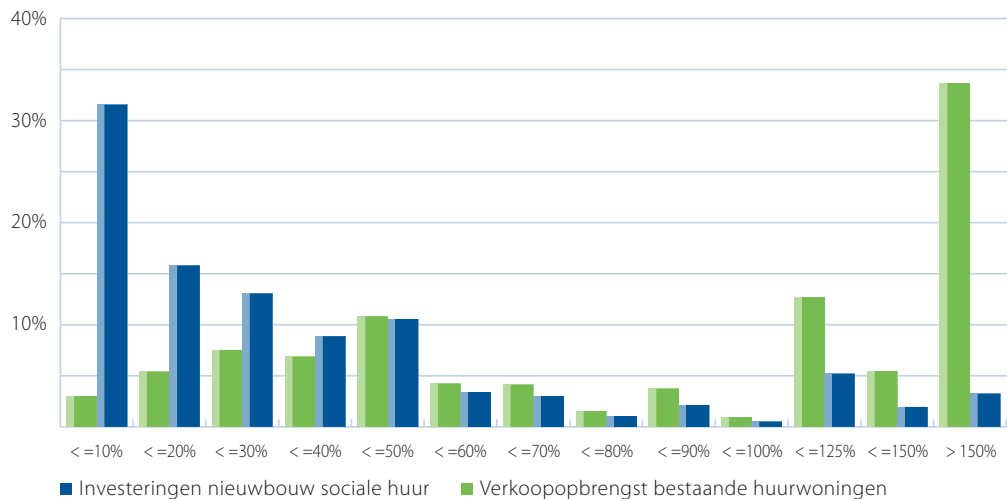
Bijvoorbeeld, een woningcorporatie verkoopt voor € 10 miljoen en investeert € 100 miljoen. De verkoopopbrengsten maken hier 10% uit van de investeringen, dit aandeel is zo klein ten opzichte van de investeringen dat de corporatie zijn investeringen niet alleen zal bekostigen vanuit de verkopen.

In figuur 2 zijn de categorieën tot 10% en vanaf 125% relatief ongevoelig voor investeringen, deze maken samen 37% van het totaal aan investeringen in 2009 uit. Kortom, gebaseerd op deze cijfers en gelet op de huidige koopwoningenmarkt is het voor 63% van de investeringen erg onzeker of ze doorgang kunnen vinden. De cijfers voor 2007 en 2008 laten een gelijksoortig patroon zien.

Wanneer de borgingsgrens wordt opgetrokken naar € 240.000 kan een gedeelte van deze onzekerheid opgevangen worden. Door de verruiming van de borgingsgrens wordt een gedeelte van projecten die nu niet borgbaar zijn, wel borgbaar.

Figuur 2

Aandeel investeringen en verkopen naar gevoeligheid op verkopen 2009



KASSTROMEN

In de kasstromen zijn twee trends te identificeren:

- De ruimte in de kasstromen wordt kleiner, méér corporaties hebben een negatieve kasstroom.
- De woningcorporaties lijken een té positief beeld te schetsen voor de komende vijf jaar.

Realisatie

In 2007 hebben de woningcorporaties de prognose voor 2008 goed ingeschat. De huurontvangsten zijn licht lager dan verwacht, de renteontvangsten licht hoger. De onderhoudsuitgaven namen iets af vergeleken met 2007. De overige bedrijfsuitgaven zijn licht gestegen. Ook de post belastingen (vennootschapsbelasting) nam toe.

Het saldo inkomende kasstromen is € 12,6 miljard gemiddeld per jaar voor de periode 2006-2008, de uitgaande kasstromen zijn € 10,6 miljard gemiddeld per jaar, dit leidt tot een operationeel kasresultaat per jaar van € 2,0 miljard.

Prognose

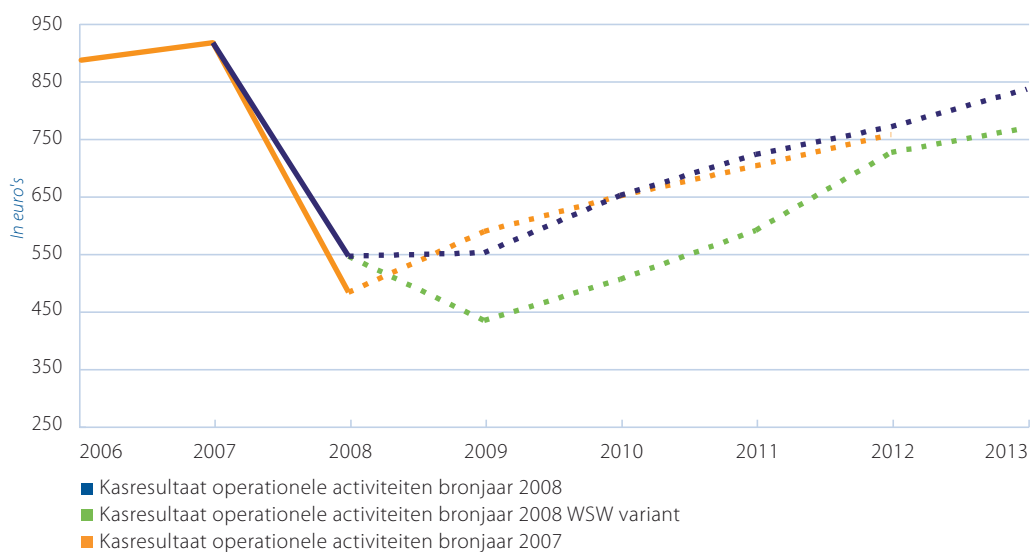
In de prognose, van 2009 tot 2013, stijgen de inkomende kasstromen gemiddeld tot € 14,3 miljard per jaar en de uitgaande kasstromen tot € 12,5 miljard. Dit leidt tot een operationeel kasresultaat van € 1,8 miljard per jaar.

Operationeel kasresultaat is onvoldoende om leningen af te lossen

Het operationeel kasresultaat (voor aflossingen) is jaarlijks gemiddeld € 1,8 miljard, zie figuur 3. Per verhuureenheid komt dat uit op € 703. Van dit bedrag moeten de aflossingen van langlopende leningen worden betaald. De aflossingen voor 2009-2013 zijn gemiddeld € 5,1 miljard per jaar. Hieruit volgt dat er niet voldoende kasstromen zijn om de aflossingen te betalen. Het kastekort (zie figuur 3) loopt op van jaarlijks gemiddeld € 2,9 miljard in de vorige prognoseperiode³ tot € 3,4 miljard in deze prognoseperiode. De looptijden van de leningen zijn maar ruwweg half zo lang als de exploitatieperiode van de huurwoningen. Bovendien wordt deze druk ook groter omdat de verwachting is dat de rente voor de herfinanciering (door de speciale risico-opslagen) hoger zal zijn dan bij de afgeloste lening.

Figuur 3

Kasresultaat operationele activiteiten per verhuureenheid



³ De vorige prognoseperiode liep van 2008 tot 2012.

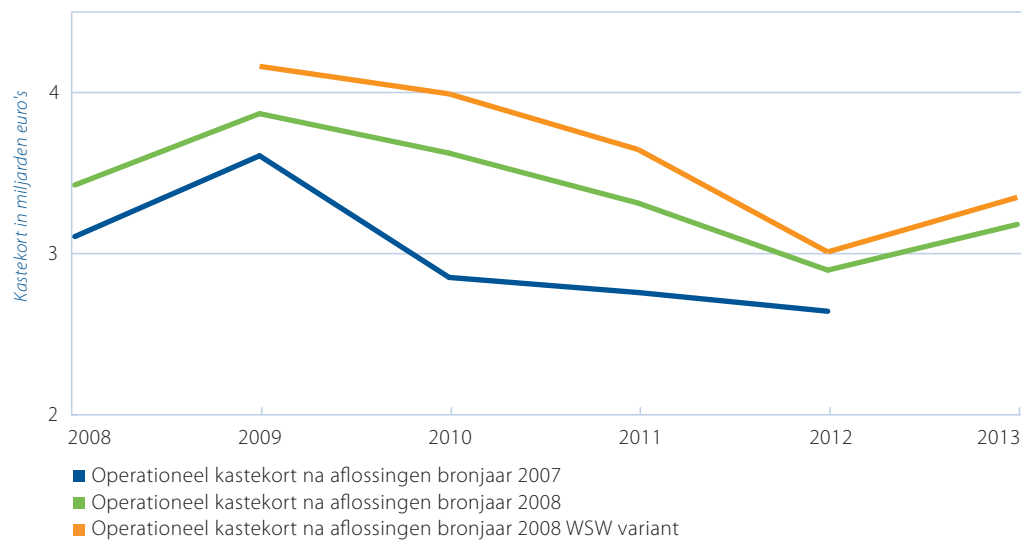
Cijfers kritisch bekeken

In de prognoses worden door corporaties de volgende aannames gemaakt:

- De huurstijgingen worden geprognosticeerd op 2,5% per jaar.
- De onderhoudsuitgaven dalen met 2% over de gehele periode ten opzichte van 2008.
- De bedrijfsuitgaven dalen zelfs met 3% ten opzichte van 2008.
- De vennootschapsbelasting stijgt naar 27% van het kasresultaat, dit is gelijk aan een bedrag van € 394 miljoen. Ten opzichte van vorig jaar is de belastingdruk verder toegenomen, van 17% naar 27% van het operationeel kasresultaat. Ook hier moet worden opgemerkt dat bij tegenvallende verkopen ook de vennootschapsbelastingdruk minder zal zijn.
- Corporaties verwachten dat hun totale rente-uitgaven toenemen doordat het rentepercentage over hun totale leningenportefeuille toeneemt en de leningenportefeuille zelf toeneemt. Dit percentage stijgt door nieuwe leningen die worden aangetrokken, waarbij het rentepercentage hoger ligt dan het huidige percentage. De verwachte rentepercentages lopen op van 4,7% (in 2009) naar 5% (in 2013). Dit lijkt plausibel gezien de huidige kapitaalmarktontwikkelingen en -vooruitzichten.

Figuur 4

Operationeel kasresultaat na aflossingen ⁴



⁴ Ontwikkeling aantal verhuureenheden: 2009 2.507.404 2010 2.519.368 2011 2.532.676 2012 2.536.094 2013 2.533.300

Analyse van parameters

Op grond van het feit dat het verwachte resultaat van de operationele kasstromen in 2007 goed was geschat, zou je mogen verwachten dat de verwachte kasexploitaties voor 2009-2013 ook een betrouwbaar beeld geven. Toch valt daarop wel wat af te dingen.

Als we bedenken dat de prognoses van de kasresultaten uiterst fragiel zijn, ze maken ongeveer 13% uit van de inkomende kasstromen, dan hebben relatief kleine schommelingen op grote posten, zoals bijvoorbeeld huurontvangsten, onderhoud en rente-uitgaven, veel invloed op het kasresultaat.

Het WSW acht de volgende parameters realistisch:

- Huurontvangsten, stijging van gemiddeld 1,75% per jaar in plaats van 2,5%.
- Onderhoudsuitgaven, stijging van minimaal 3,25% per jaar in plaats van -2% over vijf jaar.
- Overige bedrijfsuitgaven, stijging van minimaal 2,25% per jaar in plaats van -3% over vijf jaar.

Uitgaande van de inflatieverwachting van het Centraal Plan Bureau⁵ tot 2011 en de WSW huurparameter tot 2013, is een gemiddelde stijging van de **huur** van 1,75% realistisch. In vergelijking met de prognoses van de woningcorporaties betekent dit alternatieve scenario dat de woningcorporaties minder kasontvangsten uit huur krijgen.

De trend voor **onderhoudsuitgaven** is een stijging van respectievelijk 6% en 9%, voor 2007 en 2008. Voor 2009 tot 2013 verwachten de woningcorporaties deze kosten te verlagen met 2% over deze vijf jaar (ten opzichte van 2008). Dit is een duidelijke trendbreuk met voorafgaande jaren en daarbij kan de vraag gesteld worden in hoeverre dit realistisch is.

De corporaties verwachten de overige **bedrijfsuitgaven**⁶ te verlagen met 3% over de komende vijf jaar. Uitgaande van de trend van afgelopen jaren, is een stijging van 2,25% reëler.

Als deze cijfers worden doorgerekend ontstaat er een operationeel kasoverschot van 1,5 miljard in plaats van 1,8 miljard⁷. Als dit wordt doorgerekend voor het kasresultaat na aflossingen, neemt het negatieve kasresultaat toe met gemiddeld € 0,3 miljard per jaar, bovenop de eerder genoemde € 3,4 miljard. Uitgaande van de parameters die de woningcorporaties hebben opgegeven, zijn er 142 corporaties met een negatief operationeel kasresultaat na 2% aflossingsfictie⁸. In 2008 waren dat 153 corporaties. Rekening houdend met de fusies, in totaal 26, is dit aantal relatief gelijk gebleven. Na bovenstaande analyse komt het WSW tot een meer realistisch beeld waarin er 177 corporaties, dat is 43% van het totaal aantal deelnemers van het WSW, een negatief operationeel kasresultaat hebben na 2% aflossingsfictie. Het beleid van het WSW is dat corporaties met een negatieve kasstroomprognose op basis van maatwerk worden gefaciliteerd waarbij onder andere wordt gekeken of een corporatie op termijn in staat is om rente en aflossingen te betalen.

⁵ 2,5% in 2009; 1% in 2010, 1% in 2011. De huurparameter gaat uit van 2,25% per jaar.

⁶ Overige bedrijfsuitgaven zijn o.a. belastingen, verzekeringen, organisatiekosten.

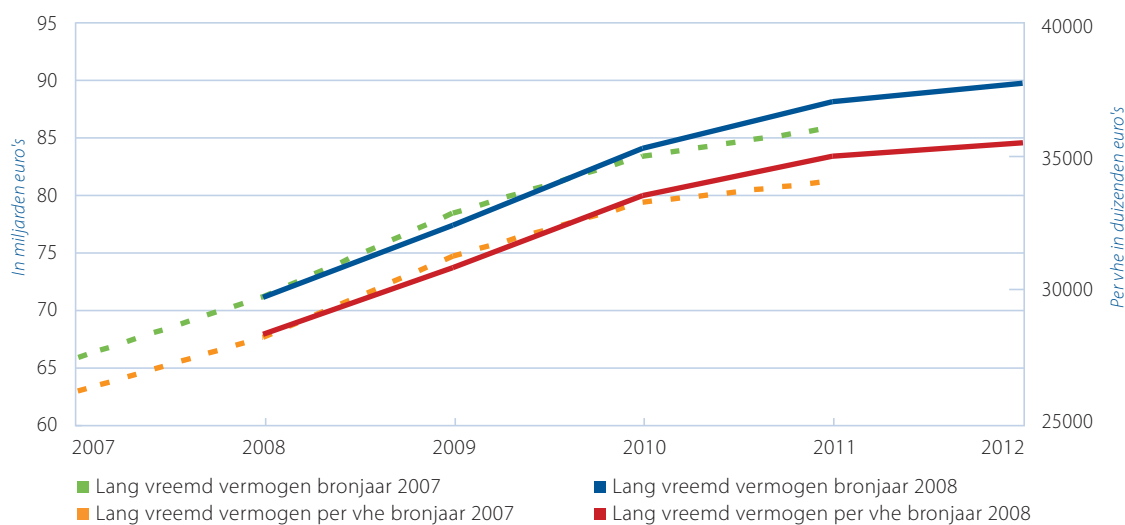
⁷ Per verhuureenheid is dat € 601 in het alternatieve scenario in plaats van de € 703, die volgt uit prognoses van de corporaties.

⁸ De 2% aflossing is een fictieve norm. Het WSW beoordeelt de 2% aflossingsfictie over een (toekomstige) periode van vijf jaar. Over deze periode moet de corporatie in staat zijn 10% van zijn leningenportefeuille te kunnen aflossen uit operationele kasstromen zonder dat deze negatief worden.

EXTERNE FINANCIERING

De belangrijkste trend zichtbaar in de externe financiering is dat woningcorporaties verwachten meer lang vreemd vermogen nodig te hebben per woning, wat leidt tot stijgende rente-uitgaven. Door de korte looptijden die op dit moment gelden moeten de leningen binnen enkele jaren geherfinancierd worden, dit zorgt voor herfinancieringsrisico's en renterisico's. Het gevolg hiervan is dat de rente-uitgaven bij een oplopende marktrente en kredietopslagen sterk kunnen stijgen na 2011. Door de status van de huidige financiële markt is de beschikbaarheid van geld niet eenvoudig. Woningcorporaties verkrijgen hun financiering voor het grootste gedeelte via BNG en NWB, in de vorm van onderhandse leningen. Corporaties hebben geen toegang tot de openbare kapitaalmarkt. Als de corporaties toegang zouden hebben tot de openbare kapitaalmarkt, zal dit een gedeelte van het herfinancieringsrisico wegnemen. Hierna wordt verder ingegaan op de ontwikkeling van het lang vreemd vermogen, de looptijden en de rente-uitgaven worden besproken.

Figuur 5
Ontwikkeling lang vreemd vermogen



Prognose

Woningcorporaties verwachten meer lang vreemd vermogen aan te trekken de komende vijf jaar, zie figuur 5. De stijgende lijn zet door in vergelijking met de vorige prognoseperiode. De externe kapitaalbehoefte neemt toe van € 49,4 (vorige prognoseperiode) tot € 50,4 (huidige prognose). De door het WSW geborgde leningenportefeuille is op dit moment € 74 miljard (juni 2009), en stijgt naar een volume van € 90 miljard in 2012. Een fors gedeelte van de € 50,4 miljard is herfinanciering. Het aantal verhuureenheden stijgt niet zo snel als de leningenportefeuille, waardoor de schuldenlast per verhuureenheid ook toeneemt, van € 28.200 in 2008 naar € 35.400 in 2013.

Risico's

In de eerste vier maanden van 2009 boden geldgevers leningen aan met een erg korte looptijd. Looptijden van 2 à 3 jaar zijn momenteel zeer gebruikelijk. Het herfinancierings- en renterisico wordt hierdoor vergroot.

Het herfinancieringsrisico houdt in dat woningcorporaties op het herfinancieringsmoment nieuw geld aan moeten kunnen trekken om hun leningen te herfinancieren. Door de korte looptijden ontstaat een steeds groter stuwmeer aan leningen die snel moeten worden afgelost of opnieuw gefinancierd worden.

Het renterisico houdt in dat de rentepercentages hoger kunnen zijn bij het aantrekken van een nieuwe lening. Dit betekent dat de corporaties steeds meer risico loopt op stijgende kapitaallasten..

Rente-uitgaven

Doordat het volume aan financiering stijgt en door de rente ontwikkelingen nemen de rente-uitgaven toe met 6% per jaar. In 2013 liggen de rente-uitgaven 36% hoger dan in 2008, dit betekent dat de totale exploitatie-uitgaven in 2013 voor een derde bestaan uit rente-uitgaven. De ontwikkeling van de verwachte externe kapitaalbehoefte hangt sterk af van het feit of de verwachte verkopen kunnen doorgaan en vervolgens van het aantal investeringsprojecten die wel of niet door gaan. Eerder in deze notitie hebben we al kunnen constateren dat 63% van de corporaties afhankelijk is van verkopen.

INZICHT LANGE TERMIJN

De investeringen zijn de afgelopen jaren toegenomen. In de prognose verschuiven de niet-borgbare investeringen naar borgbare investeringen. Nieuwe investeringen zijn in belangrijke mate afhankelijk van verkopen. In de prognoses is te zien dat steeds meer corporaties te kampen hebben met negatieve kasstromen. Daarnaast lijken de gehanteerde parameters te positief.

Voor de externe financiering is te zien dat er een stijgende kapitaalbehoefte is, de looptijden worden korter en de rente-uitgaven stijgen. De ongewenste trends in de investeringen zijn voor een gedeelte op te vangen door de indexatie van de borgingsgrens.

Het extern aangetrokken kapitaal zal ooit weer terugbetaald moeten worden. Het operationeel kasresultaat voor de middellange termijn laat dat bij lange na niet toe, zoals we hiervoor hebben laten zien. Aflossingen worden daarom veelal weer volledig geherfinancierd. Zo lang de verkopen van huurwoningen voldoende verzekerd is, is er niets aan de hand. Maar bij een haperende koopwoningenmarkt, waar de sector nu mee te maken heeft, worden de voorgenomen investeringen getemperd en/of uitgesteld. Herfinancieringen van aflossingen zijn noodzakelijk, met het gevaar dat de beschikbaarheid van kapitaal onvoldoende is of dat de rentes heel hoog zijn.

Het WSW probeert nieuwe geldgevers zoals pensioenfondsen en verzekeraars te bereiken door nieuwe financieringsproducten te ontwikkelen. Met een breder aanbod zijn corporaties verzekerd van financiering tegen een gunstige prijs. Een EMTN programma kan die verbreding geven. Door een actief risicomanagement zorgt het WSW er voor dat corporaties kredietwaardig blijven waardoor optimale financiering beschikbaar blijft. Hierdoor kan er in buurten en wijken geïnvesteerd worden door woningcorporaties.





waarborgfonds sociale woningbouw

Waarborgfonds Sociale Woningbouw

Gebouw Borgstede, Huizermaatweg 2

Postbus 1232

1270 BE Huizen

Telefoon +31 (0)35 528 64 20

Fax +31 (0)35 528 64 29

E-mail info@wsw.nl

Internet www.wsw.nl