

Impactanalyse huurverhoging

ten behoeve van de IVBN opgesteld in het kader van prejudiciële vragen
gesteld aan de Hoge Raad

April 2024

Inhoud

Inleiding	3
Samenvatting	5
Huurverhoging in perspectief	9
Huurprijsontwikkeling.....	9
Inflatie.....	11
Inkomensontwikkeling.....	12
Instandhoudingskosten.....	14
Samenvattend.....	15
Impact op huurstromen	17
Terugbetalingsimpact.....	17
Impact toekomstige kasstromen.....	21
Mutatiegraad.....	21
Huurstroomimpact.....	22
Impact op direct rendement.....	25
Impact op waardering	28
Impact op de beleggingsmarkt	33
Liquiditeit.....	33
Kapitaalverschaffers.....	34
Beleggersvraag.....	34
Aanbod en marktprijzen.....	35
Impact op de woningmarkt	37
Nieuwbouw.....	37
Verduurzaming en energietransitie.....	37
Huurwoningaanbod.....	38
Betaalbaarheid.....	38
Samenvattend.....	39

Inleiding

Enkele kantonrechters hebben in specifieke gevallen geoordeeld dat de veel gehanteerde algemene huurverhogingsclausule voor geliberaliseerde huurwoningen (zijnde: CPI + maximaal X% opslag) in strijd zou zijn met de Europese Richtlijn 93/13/EEG betreffende oneerlijke bedingen in consumentenovereenkomsten. Volgens deze rechters zou de clausule daarom vernietigd dienen te worden, waarmee in deze specifieke gevallen alle huurverhogingen sinds de aanvang van het contract onterecht zijn doorgevoerd.

De algemene impact van deze uitspraken op de huurwoningmarkt is nog niet duidelijk, aangezien hogere rechters zich er nog niet over hebben uitgesproken. In theorie kunnen de uitspraken echter leiden tot het terugdraaien en compenseren van huurverhogingen voor alle huidige en voormalige contracten die gebruik maken van de clausules. In de praktijk betreft dit contracten die zijn opgezet volgens het zogenaamde “ROZ-model”, dat door nagenoeg elke professionele woningbelegger in Nederland is gebruikt.

Om meer duidelijkheid te verschaffen over de juridische en financiële gevolgen van deze uitspraken, heeft de rechtbank Amsterdam op 11 januari 2024 besloten om zogenaamde prejudiciële vragen aan de Hoge Raad te stellen. Dit is bedoeld om richting te geven aan verdere rechtspraak. Teneinde dit proces goed te onderbouwen en een adequate risicoanalyse te kunnen maken heeft IVBN aan CBRE gevraagd om de mogelijke impact van eventuele terugbetalingen en aangepaste waarderingen te kwantificeren, en om de mogelijke algemene impact op de Nederlandse woning- en beleggingsmarkt in kaart te brengen.

Het voorliggend rapport is een weergave van deze impactanalyse, waarbij we ons richten op de gehele Nederlandse markt voor geliberaliseerde huurwoningen. Er is daarbij uitgegaan van de twee aan de Hoge Raad voorgelegde scenario's¹ die worden afgezet tegen de huidige stand van zaken, dat wil zeggen de ‘as is’ of ‘default’-situatie die als benchmark fungeert om de uitkomsten uit de scenario's mee te vergelijken. De twee scenario's betreffen:

1. **Scenario geen verhoging (terug naar aanvangshuur):** dit scenario borduurt voort op de rechterlijke uitspraken die tot dusverre zijn gedaan. Binnen lopende contracten is daarbinnen geen jaarlijkse huurverhoging toegestaan en historische verhogingen dienen ongedaan te worden gemaakt. Kanttekening hierbij is dat dit alleen de jaarlijkse verhogingen volgens de contractuele clausule betreft. Er kunnen zich ook andere, rechtmatige verhogingen hebben voorgedaan, bijvoorbeeld bij renovatie of verduurzaming. Hier zal in de impactanalyse geen rekening mee worden gehouden, er wordt in dit scenario derhalve uitgegaan van een terugval naar aanvangshuur;
2. **Scenario CPI:** binnen dit scenario is inflatiecorrectie volgens CPI toegestaan, maar verdere ophogingen niet. Historische ophogingen boven CPI dienen te worden terugbetaald.

Wij realiseren ons dat er naast deze twee scenario's vanuit economisch perspectief ook andere, minder vérstreckende scenario's denkbaar zijn, zoals een vernietiging die beperkt zou zijn tot CPI vermeerderd met een bepaald percentage (“CPI + X%”). Maar de rechter die de prejudiciële vragen heeft voorgelegd, lijkt ervan uit te gaan dat “niet is toegestaan dat de rechter de inhoud van oneerlijke bedingen herziet”. Bovendien kan discussie ontstaan over het te kiezen percentage. Daarom is onze impactanalyse beperkt tot de twee scenario's die concreet zijn voorgelegd aan de Hoge Raad.

Ten aanzien van het mogelijke terugdraaien van huurverhogingen is het streven zo ver mogelijk in de tijd terug te kijken, in elk geval tot de algemene verjaringstermijn van 20 jaar of de ingangsdatum van de Europese richtlijn is bereikt. In de praktijk is het echter niet mogelijk om verder terug te rekenen dan 15 jaar, omdat de benodigde data en datakwaliteit hiertoe ontbreekt. Dit komt mede doordat de voorraad aan geliberaliseerde huurwoningen destijds fors kleiner was dan nu. De analyse wordt om deze reden uitgevoerd

¹ De rechter die de zaak aan de Hoge Raad voorlegde, vraagt zich af of “indien een huurprijswijzigingsbeding deels voorziet in een verhoging op grond van de wettelijke regeling of in een verhoging op een objectieve grond zoals een prijsindexcijfer en deels in een extra huurverhoging die als oneerlijk is aan te merken, dit beding **in zijn geheel** moet worden vernietigd en niet **slechts voor het laatstbedoelde deel** dat als oneerlijk is aan te merken”. Zie <https://uitspraken.rechtspraak.nl/details?id=ECLI:NL:RBAMS:2024:129>, vraag 1B.

over een beschouwingsperiode van 15 jaar, die om verschillende looptijdstaffels te kunnen vergelijken is opgeknipt in perioden van 5 jaar, terugrekenend vanaf 31 december 2023.

Het rapport bestaat uit vijf elementen die in vijf corresponderende hoofdstukken worden uitgewerkt:

1. **Huurverhoging in perspectief.** In dit inleidende deel worden de historisch doorgevoerde huurverhogingen tegen het licht gehouden van de algemene marktcondities in dezelfde periode. Concreet wordt de geliberaliseerde huurverhoging daarbij afgezet tegen:
 - Algemene en gereguleerde huurstijging
 - Inflatie
 - Loonontwikkeling en koopkracht
 - Woningwaardeontwikkeling en bouwkosten
2. **Impact op huurstromen.** Hierbij wordt in de eerste plaats een inschatting gemaakt van de mogelijk terug te betalen historische huurverhogingen volgens bovenstaande scenario's. Vervolgens richten we ons op de toekomst en wordt een analyse gemaakt van de impact op toekomstige huurstromen. Dit wordt gedaan aan de hand van een geaggregeerde matrix op basis van woninggrootte en locatie.
3. **Effect op waardering.** Op basis van de twee scenario's zal het effect op de waardering van geliberaliseerde huurwoningen worden bepaald door middel van een *expert opinion* die CBRE in een gezamenlijke exercitie met haar afdelingen Research, Capital Markets en Valuation & Advisory Services heeft uitgevoerd.
4. **Impact op de beleggingsmarkt.** In dit deel wordt een kwalitatieve analyse uitgevoerd van de effecten die de bovenstaande scenario's op de beleggingsmarkt zullen hebben. We kijken daarbij specifiek naar:
 - De impact op marktpartijen, met name beleggers en asset managers;
 - De impact op kapitaalstromen, liquiditeit en -allocatie;
 - De impact op marktprijzen;
 - De aard van de potentiële beleggersvraag naar de getroffen woningen.
5. **Impact op de woningmarkt.** In dit laatste deel kijken we naar het functioneren van de Nederlandse woningmarkt vanuit gebruikers/huurdersperspectief en belichten we de impact van de beide scenario's op de meest actuele maatschappelijke woonthema's, zijnde:
 - Woningaanbod
 - Nieuwbouw
 - Verduurzaming
 - Doorstroming
 - Betaalbaarheid

Samenvatting

Dit rapport beschouwt de Nederlandse markt voor geliberaliseerde huurwoningen en bevat een analyse van de impact van het mogelijk gerechtelijk beperken of vernietigen van het algemene huurverhogingsbeding dat tot op heden in standaard huurcontracten is gebruikt. De analyse is uitgevoerd volgens twee scenario's:

1. **Scenario geen verhoging (terug naar aanvangshuur):** in het verleden doorgevoerde huurverhogingen dienen ongedaan te worden gemaakt en binnen lopende contracten is geen jaarlijkse verhoging meer toegestaan;
2. **Scenario CPI:** binnen dit scenario is inflatiecorrectie volgens CPI toegestaan, maar verdere ophogingen niet.

Deze twee scenario's worden afgezet tegen de huidige situatie 'as is'. Samenvattend kunnen de conclusies uit het onderzoek worden opgedeeld in de zes volgende thema's.

Huurverhoging in perspectief

Dit eerste onderdeel vergelijkt de gemiddelde jaarlijkse huurprijsstijging van geliberaliseerde woningen in Nederland met relevante huur-, inflatie-, inkomens-, en kostenindicatoren. De studie toont aan dat deze historisch grotendeels gelijklopen, waarbij de volgende deelconclusies belangrijk zijn:

- De gemiddelde jaarlijkse huurverhoging voor geliberaliseerde woningen is inflatievolgend en ligt langjarig rond de 2,5%;
- De huurverhoging in de vrije sector wijkt historisch weinig af van de totale huurmarkt en het gereguleerde segment, wat aangeeft dat er geen significante verschillen in huurlastenstijgingen tussen de verschillende Nederlandse woningmarktsegmenten bestaan;
- De geliberaliseerde huurstijging ligt eveneens grotendeels in lijn met de instandhoudingskosten voor zowel koop- als huurwoningen. De hoge inflatie van 2022 heeft op deze kosten overigens een sterkere impact gehad, waardoor de cumulatieve stijging van met name materiaalkosten de huurverhoging inmiddels overtreft. Dit impliceert dat de kosten/batenverhouding van de exploitatie van huurwoningen is verslechterd.

Impact terugbetaling

Bij dit onderdeel wordt voor de gehele geliberaliseerde woningmarkt en voor elk van beide scenario's berekend hoe hoog het theoretische bedrag aan terug te betalen huurpenningen zou bedragen. De belangrijkste resultaten hiervan zijn:

- Over een beschouwingsperiode van 15 jaar loopt de terug te betalen som voor scenario 1 op tot € 6,4 miljard. Voor scenario 2 is dit € 1,7 miljard;
- Naarmate verder wordt teruggekeken neemt de terugbetalingsimpact af. Dit komt door de groei van de geliberaliseerde huurwoningvoorraad; deze bedroeg in 2009 slechts ongeveer een derde deel van de huidige voorraad;
- Het verschil tussen de 10-jarige en 15-jarige beschouwingsperiode is dan ook relatief beperkt. Over 10 jaar teruggerekend bedraagt de impact voor scenario 1 € 5,8 miljard, en voor scenario 2 € 1,5 miljard;
- Over 15 jaar beschouwd heeft in scenario 1 55% van de terugbetalingsimpact betrekking op huidige huurders en 45% op voormalig huurders. Voor scenario 2 is deze verhouding 40/60;
- De terugbetalingsimpact verschilt sterk per grootteklasse van de woningen. Dit heeft te maken met het feit dat huurders van kleinere woningen sneller verhuizen. Over de 15-jarige beschouwingsperiode bedraagt volgens scenario 1 de terugbetalingsimpact voor de kleinste woningen (< 40 m²) € 3.350 per woning; voor de grootse woningen (> 100 m²) is dit € 13.100 per woning.

Impact toekomstige huurstroom

Naast de mogelijke terugbetaling van historische verhogingen hebben woningbeleggers in beide scenario's ook te maken met een impact op toekomstige huurstromen. De belangrijkste factor hierbij is een verwachte afname van de huurmutaties, uitgedrukt in mutatiegraad. Bij mutatie kan een contract immers worden aangepast en eindigt de beperkende impact. Op basis van verwachte mutatiegraden is berekend wat de theoretische impact op de huurstroom is voor de beide scenario's.

- Uit de analyse blijkt dat de impact op de huurstroom zich in scenario 2 maximeert in 2031. Op dat moment heeft de gehele geliberaliseerde markt vanaf 2024 cumulatief €24 miljard aan huurinkomsten gederfd ten opzichte van de situatie 'as is'. Daarna neemt de cumulatieve impact in dit scenario af;
- De cumulatieve impact in scenario 1 is aanzienlijk groter en loopt tot en met 2040 op tot €87,4 miljard. Bovendien zijn naar verwachting tegen die tijd nog steeds niet voldoende woningen gemuteerd waardoor het bedrag naar verwachting nog verder zal oplopen;
- Ook hier bestaan echter grote verschillen tussen woninggroottes. Kleinere woningen ervaren aanzienlijk minder impact dan grotere woningen. Opnieuw komt dit doordat kleinere woningen sneller muteren en de verhogingsbeperking daarmee korter duurt.

Impact direct rendement

Een mogelijke beperking van toekomstige huurverhogingen heeft ook invloed op het directe rendement van de woningportefeuille. De huurstroom neemt namelijk af, terwijl de exploitatielasten gelijk blijven of stijgen. Om een cijfermatige analyse mogelijk te maken is alleen gekeken naar directe kasstroomimpact en zijn nevenfactoren zoals boekwaardedaling buiten beschouwing gelaten.

- Uit gegevens van MSCI blijkt dat beleggers in Nederlandse huurwoningen de afgelopen tien jaar een gemiddeld jaarlijks direct rendement van 3,51% hebben behaald. Op basis van onze berekeningen zal dit rendement in scenario 1 tot 2030 met 1,7 procentpunt dalen;
- Ook in scenario 2 wordt het directe rendement beïnvloed door de lagere huurniveaus en daalt het tot 2030 naar schatting met gemiddeld 1,22 procentpunt;
- Na 2030 zal het rendement als gevolg van een toegenomen aantal mutaties weer meer in lijn komen met de 'as is' benchmark. Hierdoor wordt het gemiddelde directe rendement over de periode van 2024 tot 2040 in scenario 2 met 0,43 procentpunt verlaagd, terwijl dit in scenario 1 1,8 procentpunt is.

Impact op waardering

Als laatste onderdeel van de kwantitatieve analyse onderzoeken we de impact van de twee scenario's op de waardering van geliberaliseerde huurwoningen. We voeren hierbij geen daadwerkelijke waardering uit, maar kijken naar de orde van grootte van de mogelijke waardeverandering in elk scenario.

- In de situatie 'as is' betreft de meest waarschijnlijke koper voor vrije-sectorwoningen een belegger met een uitpondstrategie, die de woningen waardeert volgens een leegwaarderatio. Om consistent te kunnen vergelijken passen we deze methode ook toe bij de indicatieve toekomstige waardebeoordeling.
- Opnieuw is de verandering in mutatiegraden de belangrijkste factor, omdat deze de toekomstige huurstroom en het moment van uitponding beïnvloedt. We hebben vastgesteld dat de mutatiegraden sterk samenhangen met woninggrootte, waardoor we een bandbreedte van waardeverandering kunnen bepalen met de kleinste en grootste grootteklasse als extremen;
- Op basis hiervan concluderen we dat in scenario 2 de verwachte waardedaling van de geliberaliseerde huurwoningmarkt zich binnen een bandbreedte van 10% en 30% bevindt, en voor scenario 1 tussen de 24% en 40%;
- Er is weinig verschil in waarde-impact tussen verschillende locatietypen, maar we merken op dat het merendeel van de geliberaliseerde huurwoningen zich in grootstedelijke agglomeraties bevindt;

- De verschillen in waarde-impact tussen de grootteklassen zijn echter aanzienlijk en de voorraad is hier niet gelijkmatig over verdeeld. Ongeveer de helft van de geliberaliseerde huurwoningen is 100 m² of groter, en voor deze categorie wordt een aanzienlijke waardedaling verwacht, namelijk rond de 30% in scenario 2, en rond de 40% in scenario 1.

Gevolgen beleggingsmarkt

In het vierde hoofdstuk van het rapport wordt de verwachte impact van een terugdraaiing en beperking van de huurverhoging op de vastgoedbeleggingsmarkt geïnventariseerd. De belangrijkste gevolgtrekkingen luiden:

- De terug te betalen bedragen in scenario's 1 en 2 zullen marktbreed leiden tot liquiditeitsproblemen bij woningbeleggers. Dit zal hoogstwaarschijnlijk resulteren in de noodzaak om geforceerd woningen af te stoten;
- Voor dit specifieke product, zijnde woningen met een bevroren huurcontract, zullen naar verwachting nauwelijks kopers zijn. Dit geldt in scenario's 1 en 2, daar een huurcontract dat slechts maximaal tegen inflatie kan worden geïndexeerd een negatief rendement oplevert. Dit zal leiden tot instorting van de marktprijzen;
- Portefeuilles die gebruik maken van vreemd vermogen zullen met name in scenario 1 snel onder de afgesproken drempelwaarden vallen, en wanneer er niet tegen acceptabele voorwaarden geliquideerd kan worden zullen zij in bijzonder beheer terecht komen waarbij financiers fors moeten afboeken. Dit zal op zijn beurt weer een negatieve impact hebben op het uitleenvermogen van de financieringsmarkt;
- Aanhoudende liquiditeitsproblemen zullen operationele problemen veroorzaken bij beleggers en fondsbeheerders, waardoor zij niet meer in staat zullen zijn om te investeren in de woningmarkt, noch om het noodzakelijke beheer en onderhoud van woningen uit te voeren, noch zich te wijden aan woningverbetering en verduurzaming;
- Dit verlamme effect zal zich vervolgens uitbreiden naar meerdere sectoren van de vastgoedmarkt, aangezien de getroffen beleggers en fondsbeheerders ook daar bepalende partijen zijn;
- De rendementen van de kapitaalverstrekkers in de woningmarkt, wat met name institutionele beleggers zijn, zullen hard worden geraakt en zij zullen beperkte mogelijkheden hebben om snel van hun blootstelling af te komen. Dit zal landelijke gevolgen hebben voor het Nederlandse pensioen- en verzekeringsstelsel en het vermogen om uit te keren zoals gewenst, hetgeen ook de woonconsument en de huurders van de getroffen woningen raakt;
- Kapitaalverstrekkers zullen op de langere termijn hun strategische beleggingsbeleid herzien, waardoor investeringskapitaal uit de Nederlandse vastgoedmarkt in zijn algemeenheid en de woningmarkt in het bijzonder zal wegvloeien;
- Indien scenario's 1 of 2 werkelijkheid worden, verwachten we op de middellange termijn een algehele stagnatie van het aanbod van nieuwbouwwoningen, zowel op de huur- als op de koopmarkt. Dit leidt naar onze verwachting zowel tot oplopende markthuren als tot stijgende leegwaarden.

Gevolgen woningmarkt en woonconsument

In het slothoofdstuk van dit rapport inventariseren we de gevolgen van de beide scenario's op het algemene functioneren van de Nederlandse woningmarkt, met de woonconsument als uitgangspunt. Uit deze analyse blijkt dat het marktbreed terugdraaien en beperken van de jaarlijkse huurverhoging in de geliberaliseerde markt alleen maar negatieve gevolgen zal hebben voor de woonconsument:

- Nieuwbouwwolumes zullen dalen, wat een cascade van liquiditeitsproblemen met zich mee zal brengen die zowel bouwbedrijven, toeleveranciers als eindbeleggers raakt. Het gevolg is dat de nieuwbouw van woningen in algehele zin zal stagneren, waardoor de Nederlandse economie een negatieve impuls te verwerken krijgt;

- Er zal nauwelijks meer kapitaal beschikbaar zijn voor verduurzamingsambities, wat betekent dat duurzaamheidsdoelstellingen en energiemaatregelen niet kunnen worden behaald en ingevuld. Dit heeft negatieve gevolgen voor de woonbeleving en de servicekosten van huurders;
- Vooral in scenario 1 zal er op korte termijn zelfs geen geld en capaciteit beschikbaar zijn om aan het basisonderhoud van huurwoningen te voldoen, wat voor de huurders verstrekende gevolgen kan hebben;
- De voorraad aan huurwoningen zal naar verwachting afnemen als gevolg van het – al dan niet gedwongen - uitponden van woningen. Daarnaast zal het aantal vrijkomende woningen afnemen door dalende mutatiegraden;
- Dit zorgt er aan de ene kant voor dat woningzoekenden geen geschikte woning kunnen vinden, terwijl het aan de andere kant leidt tot 'functionele scheefwoning'. Dit zijn bewoners die om financiële redenen vasthouden aan hun woning met bevroren huurcontract, terwijl het anderszins wenselijk zou zijn om te verhuizen. Zo ontstaat een vergelijkbaar 'insider-outsider'-probleem zoals dit in de gereguleerde sector bestaat, zij het zonder formele wachtlijsten;
- Het gebrek aan verhuismogelijkheden zal een negatieve impact hebben op de arbeidsmobiliteit, en daarmee op de economie en de welvaart van Nederland. Daarnaast wordt het moeilijker voor internationale studenten of arbeidsmigranten om huisvesting te vinden;
- Een ander waarschijnlijk gevolg is dat illegaliteit zal toenemen. Zeker op gewilde plekken (grote steden, universiteitssteden) zullen huurders zo lang mogelijk willen vasthouden aan hun bestaande huurcontracten en zullen proberen deze onder te verhuren;
- De markthuren zullen fors stijgen en om de terugdraaiing van huurverhoging te compenseren zullen eigenaren waar en wanneer mogelijk de huren fors verhogen. Dit leidt tot een nog grotere betaalbaarheidsproblematiek dan welke reeds op dit moment wordt geconstateerd. Vooral middeninkomens die nog niet kunnen of willen kopen komen hierbij extra in de knel omdat zij ook niet in aanmerking komen voor sociale huurwoningen;
- Overigens zullen ook de koopwoningprijzen naar verwachting stijgen vanwege een combinatie van aanhoudende schaarste, gebrek aan nieuwbouw en een toenemende vraag vanuit de huursector.

Huurverhoging in perspectief

In het openingsdeel van deze rapportage worden de historische huurverhogingen voor geliberaliseerde woningen afgezet tegen relevante prijs-, inkomens- en kostenindicatoren. Het doel hiervan is om de historische verhoging in marktperspectief te plaatsen en te bepalen of de daadwerkelijk doorgevoerde verhogingen afwijken van het algemene marktbeeld. Voor deze vergelijking wordt de onderstaande lijst aan variabelen gebruikt:

Benchmarkvariabelen

- Jaarlijkse huurverhoging geliberaliseerde woningen – totale markt (CBS)
- Jaarlijkse huurverhoging geliberaliseerde woningen – IVBN-leden (IVBN)

Huurprijsontwikkeling

- Totale woninghuurontwikkeling (gereguleerd + geliberaliseerd; CBS)
- Gereguleerde woninghuurontwikkeling - totale markt (CBS)
- Gereguleerde woninghuurontwikkeling – IVBN-leden (IVBN)

Inflatie

- CPI (CBS)

Inkomensontwikkeling

- Gemiddeld besteedbaar inkomen per huishouden (CBS)
- CAO-maandlonen incl. bijzondere beloningen (CBS)

Instandhoudingskosten

- Outputprijsindex bouwkosten woningen (CBS)
- Doorlopende kosten bezit koopwoning (onderhoud + verzekering; CBS)
- Index loonkosten vastgoedonderhoud (SAVG)
- Index materiaalkosten vastgoedonderhoud (SAVG)

We voeren deze analyse uit voor de maximale beschouwingsperiode van 15 jaar, waarbij we ook het 10- en 5-jaars jaarlijks gemiddelde berekenen. Om een adequate vergelijking mogelijk te maken zal naast de gemiddelde jaarlijkse verhoging van elke variabele ook een index worden opgesteld, zodat het cumulatieve effect van alle prijsstijgingen kan worden vergeleken en de verhouding tussen de variabelen onderling kan worden gevisualiseerd.

Huurprijsontwikkeling

In de eerste deelanalyse vergelijken we de jaarlijkse huurverhogingen in Nederland onderling. Wanneer de verschillende huurprijsontwikkelingen naast elkaar worden gelegd blijkt dat over de langere beschouwingsperiodes bezien (10-15 jaar) de geliberaliseerde huurprijsontwikkeling in lijn ligt met zowel de totale markt als het gereguleerde deel ervan. Dit geldt met name voor het IVBN-specifieke deel van de geliberaliseerde markt. Over een beschouwingsperiode van 10-15 jaar kent deze een jaarlijkse huurstijging die vrijwel gelijk is aan de totale markt, inclusief het gereguleerde deel. Huurstijgingen van particuliere beleggers blijken in algemene zin hoger uit te pakken, waardoor de jaarlijkse gemiddelden voor de totale geliberaliseerde markt iets hoger zijn. In de afgelopen vijf jaar is een kleine divergentie zichtbaar; vanaf dan lopen de geliberaliseerde huurprijzen wat harder op dan de gereguleerde. Dit geldt tevens voor de IVBN-reeks.

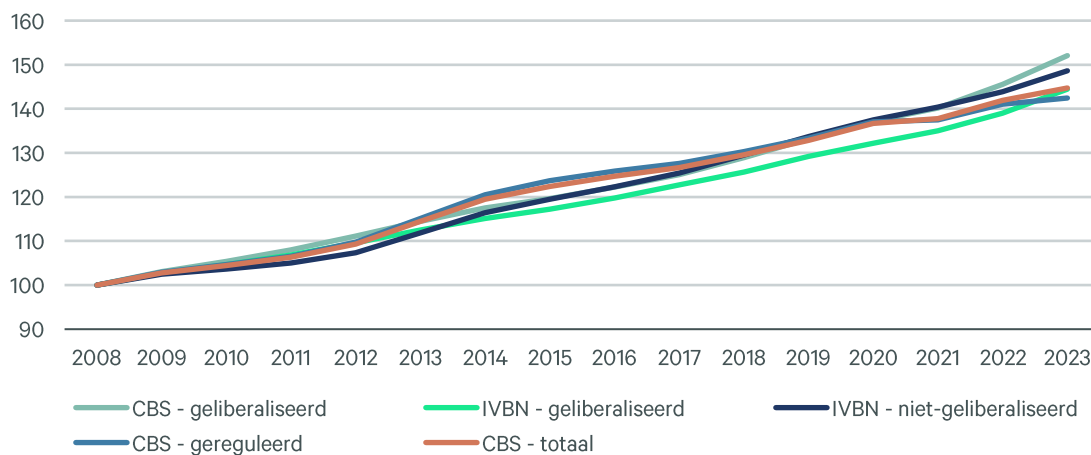
Jaarlijks gemiddelde huurprijsstijging

	jaarlijks gemiddelde stijging		
	15 jr	10 jr	5 jr
CBS - geliberaliseerd	2.8%	2.9%	3.4%
IVBN - geliberaliseerd	2.5%	2.5%	2.8%
CBS - totaal	2.5%	2.4%	2.2%
CBS - gereguleerd	2.4%	2.2%	1.8%
IVBN - gereguleerd	2.5%	2.5%	2.8%

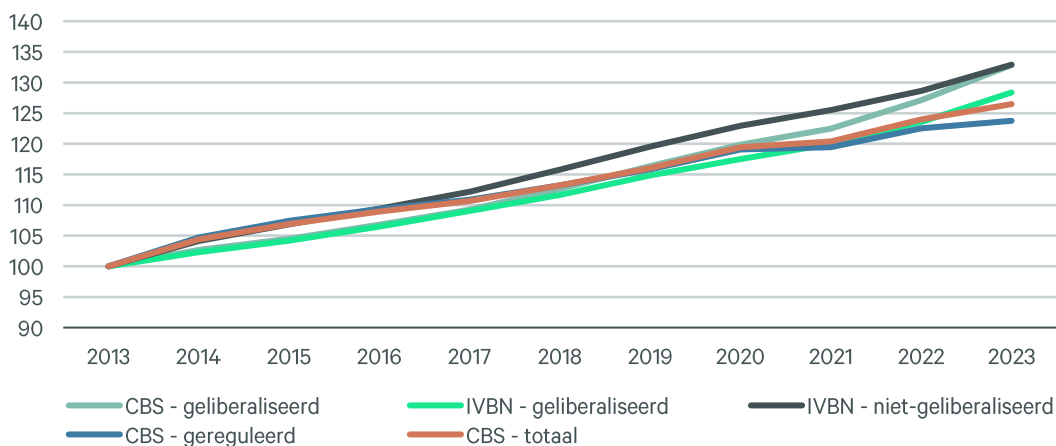
Bron: CBS, IVBN

Wanneer we middels indexering naar de cumulatieve ontwikkeling en de ‘stijgsnelheid’ van de tegen elkaar afgezette huurverhogingen kijken, valt opnieuw op hoezeer alle reeksen met elkaar in overeenstemming zijn. De ontwikkeling van de geliberaliseerde IVBN-huren blijft zelfs lang achter bij de overige reeksen; pas in 2023 wordt de gereguleerde huurreeks ingehaald. Dit is mede een gevolg van de hoge inflatie van 2022, waar we in de volgende paragraaf op terugkomen. Het conservatieve verloop van de geliberaliseerde IVBN-reeks geldt zowel voor de vanaf 2008 als de vanaf 2013 geïndexeerde waarden.

Index huurprijsontwikkeling (2008=100)



Index huurprijsontwikkeling (2013=100)



Bron: CBS, IVBN

Uit deze eerste paragraaf volgt direct een belangrijke conclusie: de huurverhogingen in alle sectoren van de Nederlandse woningmarkt zijn in sterke mate met elkaar in overeenstemming. Er is daarbij bovendien nauwelijks een discrepantie tussen het gereguleerde en geliberaliseerde deel van de markt: over de 15-jarige beschouwingsperiode gemeten blijkt de gemiddelde jaarlijkse stijging voor beide sectoren rond de 2,5% te liggen.

Inflatie

Wanneer de geliberaliseerde huurstijging wordt vergeleken met inflatiecijfers levert dat in grote lijnen eenzelfde beeld op. Hieruit volgt dat de huurontwikkeling van de vrije sector in Nederland grotendeels inflatievolgend is en er langjarig gezien geen sprake is van een dusdanige opslag dat beide reeksen divergeren. Wel kunnen we vaststellen dat de ontwikkeling van de geliberaliseerde huren veelal iets boven het CPI-inflatiecijfer ligt, met een gemiddelde jaarlijkse stijging die afhankelijk van de beschouwingsperiode tot circa 50 basispunten hoger ligt. Hoe korter echter de beschouwingsperiode, hoe lager de verhouding tussen de jaarlijkse huurverhoging en de inflatie. Wanneer we naar het jaarlijks gemiddelde voor de afgelopen vijf jaar kijken scoort de inflatie zelfs fors hoger. Dit wordt uiteraard grotendeels veroorzaakt door de uitzonderlijk hoge inflatie van 2022.

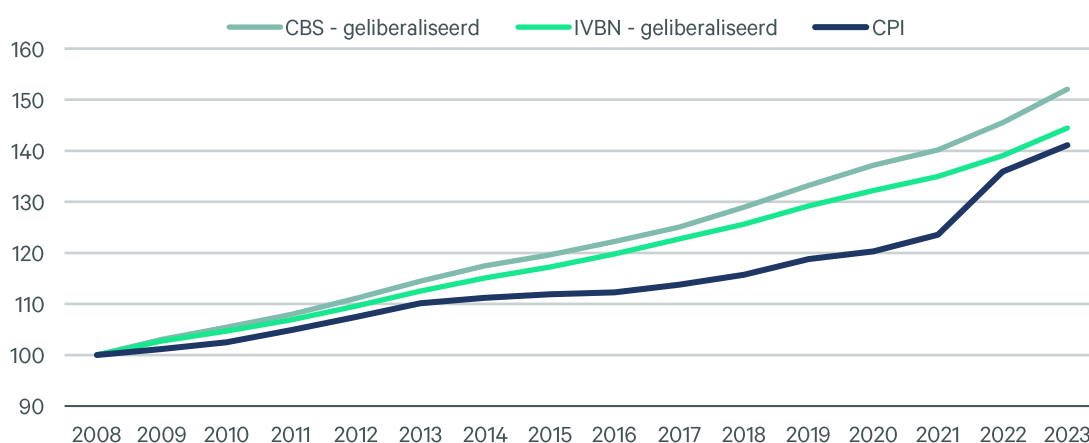
Huurprijsstijging en inflatie

	jaarlijks gemiddelde stijging		
	15 jr	10 jr	5 jr
CBS - geliberaliseerd	2.8%	2.9%	3.4%
IVBN - geliberaliseerd	2.5%	2.5%	2.8%
CPI	2.3%	2.5%	4.1%

Bron: CBS, IVBN

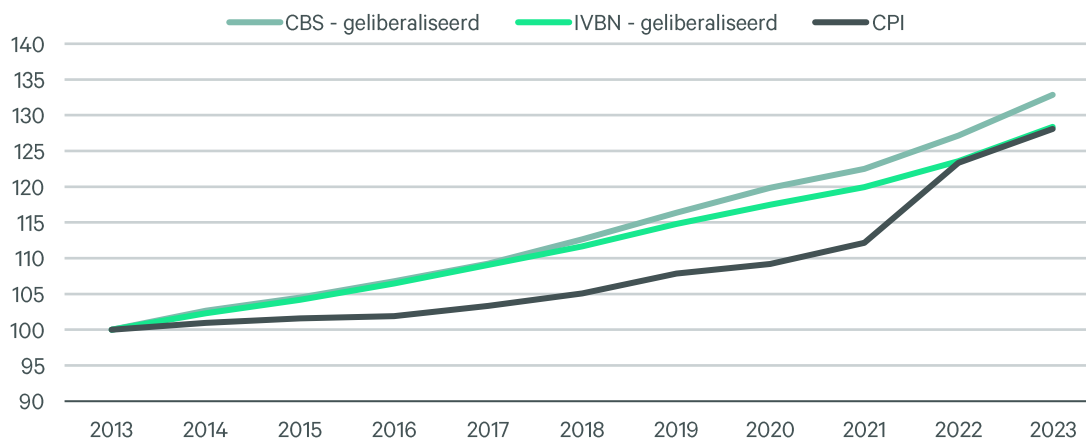
Wanneer we naar de geïndexeerde reeksen kijken zien we inderdaad dat de hoge inflatie van 2022 een forse impact op de vergelijking heeft. Tot 2013 verlopen de indexreeksen van geliberaliseerde huurverhoging en inflatie grotendeels gelijkwaardig. Daarna drukt het ruime monetaire beleid van de ECB de inflatieontwikkeling, terwijl de jaarlijkse huurverhogingen in een min of meer gelijk tempo blijven doorlopen. Vanaf 2022 wordt de huurreeksindex echter weer bijgehaald door de inflatie.

Index huurprijsontwikkeling en inflatie (2008=100)



Bron: CBS, IVBN

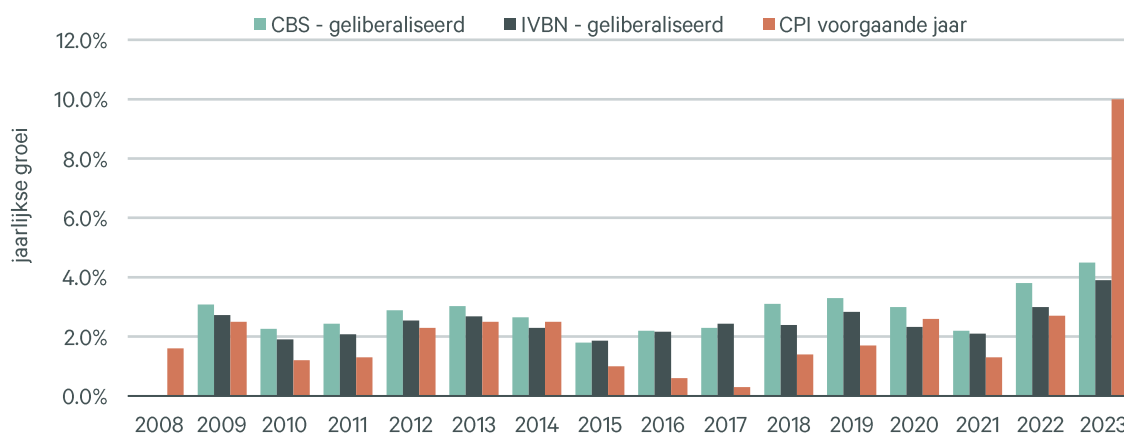
Index huurprijsontwikkeling en inflatie (2013=100)



Bron: CBS, IVBN

De voorgaande grafieken en tabel richten zich vooral op een vergelijking van de langjarige gemiddelden van inflatie en geliberaliseerde huurverhoging, alsmede de cumulatieve impact hiervan. Om meer detail te verstrekken over de jaarlijkse verhouding tussen inflatie en huur zetten we in de onderstaande grafiek de jaarlijkse huurverhoging af tegen de inflatie **van het voorgaande jaar**, waar de huurverhoging in beginsel elk jaar op wordt gebaseerd.

Jaarlijkse huurprijsontwikkeling vergeleken met inflatie voorgaande jaar



Bron: CBS, IVBN

Ook uit deze vergelijking kan worden afgeleid dat de jaarlijkse geliberaliseerde huurprijsstijging meebeweegt met de inflatie, maar zich daar doorgaans boven bevindt. Er is vanaf 2015 bovendien een 'golfbeweging' zichtbaar. In de jaren 2016-2019 is de huurprijsstijging beduidend hoger dan de inflatie van het voorgaande jaar. Vanaf 2020 draait dit evenwel om. De grote uitzondering is de huurprijsstijging van 2023, die, mede door regelgeving gedwongen, minder dan de helft bedroeg van de uitzonderlijk hoge inflatie van 2022.

Inkomensontwikkeling

Als derde deelanalyse vergelijken we de geliberaliseerde huurontwikkeling met de inkomensontwikkeling in Nederland over dezelfde periode. We nemen hierbij het gemiddelde besteedbare huishoudensinkomen als uitgangspunt, omdat dit in directe samenhang staat met de draagkracht voor woonlasten. Ook zetten we de huurontwikkeling af tegen de CAO-loonontwikkeling.

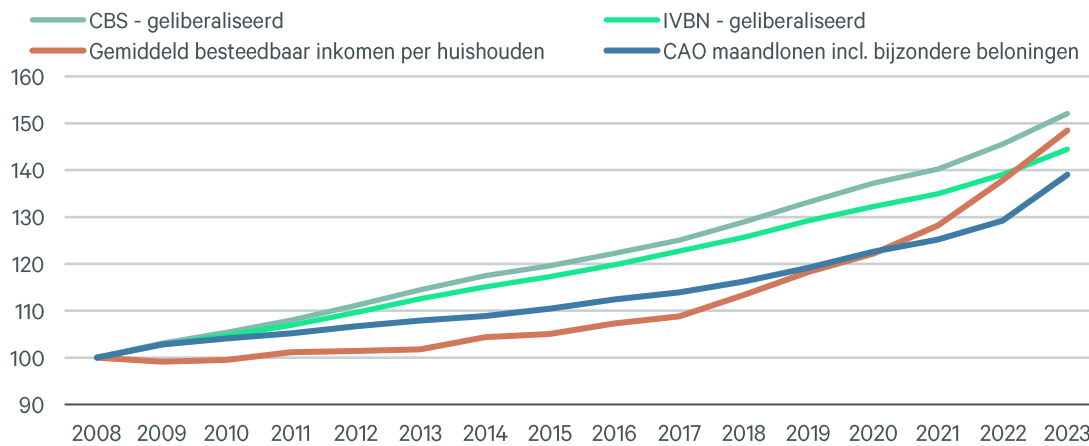
Huurprijsstijging en loonontwikkeling

	jaarlijks gemiddelde stijging		
	15 jr	10 jr	5 jr
CBS - geliberaliseerd	2.8%	2.9%	3.4%
IVBN - geliberaliseerd	2.5%	2.5%	2.8%
Gemiddeld besteedbaar inkomen per huishouden	2.3%	3.4%	5.0%
CAO maandlonen incl. bijzondere beloningen	2.2%	2.5%	3.4%

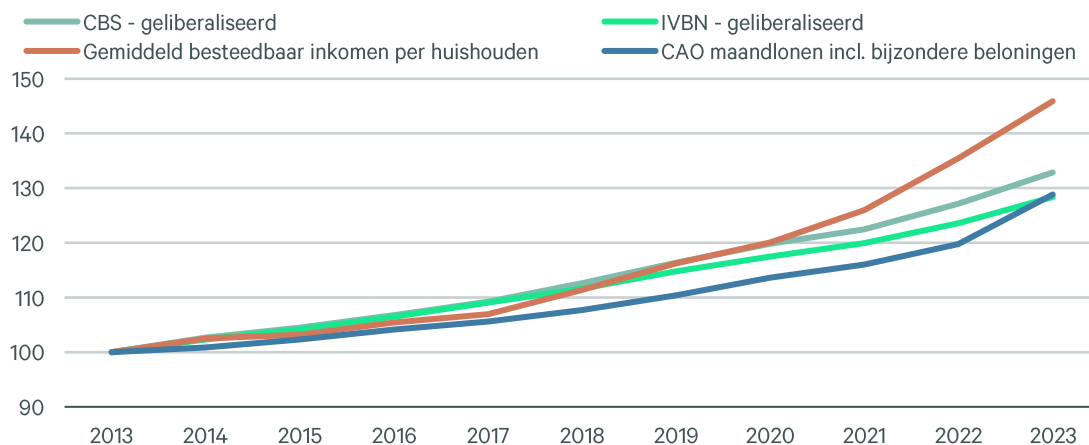
Bron: CBS, IVBN, Oxford Economics

De gemiddelde loonontwikkeling en de inflatie in Nederland houden historisch ongeveer gelijke tred en dit is te zien in de cijfers. De geliberaliseerde huurontwikkeling verhoudt zich op een vergelijkbare wijze tot de loonontwikkeling als tot de inflatie. De beschouwingsperiode is hierbij echter van belang.

Index huurprijsontwikkeling en loongroei (2008=100)



Index huurprijsontwikkeling en loongroei (2013=100)



Bron: CBS, IVBN, Oxford Economics

Kijken we tien jaar terug, dan zien we dat de huurverhoging initieel gelijk opgaat met de lonen, maar daar vanaf 2020 bij achterblijft. Over een beschouwingsperiode van 15 jaar zien we de loonstijging in de laag-inflatoire jaren achterblijven. Vanaf 2020 zien we ook hier een convergentie en in 2023 lijkt het besteedbaar

inkomen de huurstijging te hebben ingehaald. Bij gebrek aan definitieve cijfers er is in deze analyse voor 2023 echter gebruik gemaakt van voorlopige cijfers van Oxford Economics.

Instandhoudingskosten

In de laatste vergelijking die we binnen dit eerste hoofdstuk uitvoeren zetten we de gemiddelde huurverhogingen in de vrije sector af tegen de ontwikkeling van de instandhoudingskosten voor zowel huur- als koopwoningen. Het doel van deze exercitie is te zien in hoeverre de huurverhoging gelijke tred houdt, dan wel afwijkt, van de stijging van de vaste lasten die met woningbezit samenhangen. Deze bezitskosten bestaan uit meerdere delen, zoals verzekeringen, belastingen en financieringskosten. Deze zijn in basis individueel en daardoor moeilijk in een algemene reeks weer te geven. Bij onderhoudskosten is dit wel mogelijk en deze gebruiken we dan ook voor dit deel van de analyse.

Als eerste, algemene, vergelijking zetten we de geliberaliseerde huurverhoging af tegen de bouwkosten voor woningen in Nederland. Hiervoor gebruiken we het woningdeel van de outputprijsindex bouwkosten van het CBS. De overige vergelijkingen richten zich specifiek op de onderhouds- en instandhoudingskosten voor zowel koop- als huurwoningen. Specifiek voor koopwoningen kiezen we voor de CBS-index van de doorlopende kosten voor het bezit van een koopwoning. Deze omvatten zowel de kosten van groot onderhoud als de opstalverzekeringen. Tot slot kijken we naar de onderhoudskosten van huurwoningen. Hierbij nemen we als benchmark de loonkostenindex (voor grote werkgevers) en de materiaalkostenindex van de Stichting Uitvoeringsregelingen voor het Schilders-, Afwerkings-, Vastgoedonderhoud- en Glaszetbedrijf (SAVG). Enkele van deze gekozen indices zijn overigens alleen vanaf 2010 beschikbaar, waardoor we bij deze deelanalyse geen vergelijking over 15 jaar kunnen uitvoeren. In plaats daarvan maken we een vergelijking over 13-jaar - vanaf 2010.

Huurprijsstijging en instandhoudingskosten

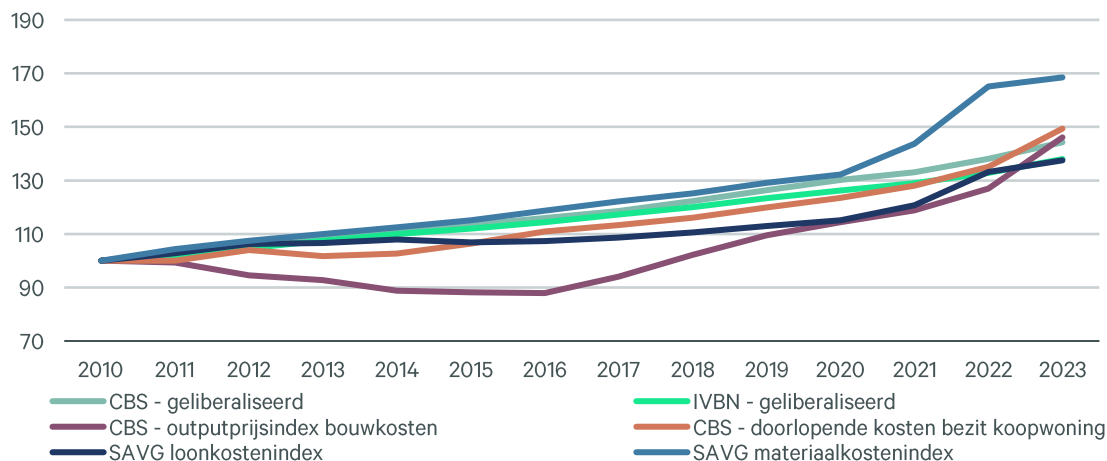
	jaarlijks gemiddelde stijging		
	13 jr	10 jr	5 jr
CBS - geliberaliseerd	2.8%	2.9%	3.4%
IVBN - geliberaliseerd	2.5%	2.5%	2.8%
CBS - outputprijsindex bouwkosten woning	2.8%	4.4%	6.8%
CBS – doorlopende kosten bezit koopwoning	3.1%	3.9%	5.0%
SAVG – loonkostenindex grote werkgever	2.5%	2.6%	4.5%
SAVG - materiaalkostenindex	4.2%	4.4%	6.2%

Bron: CBS, IVBN, SAVG

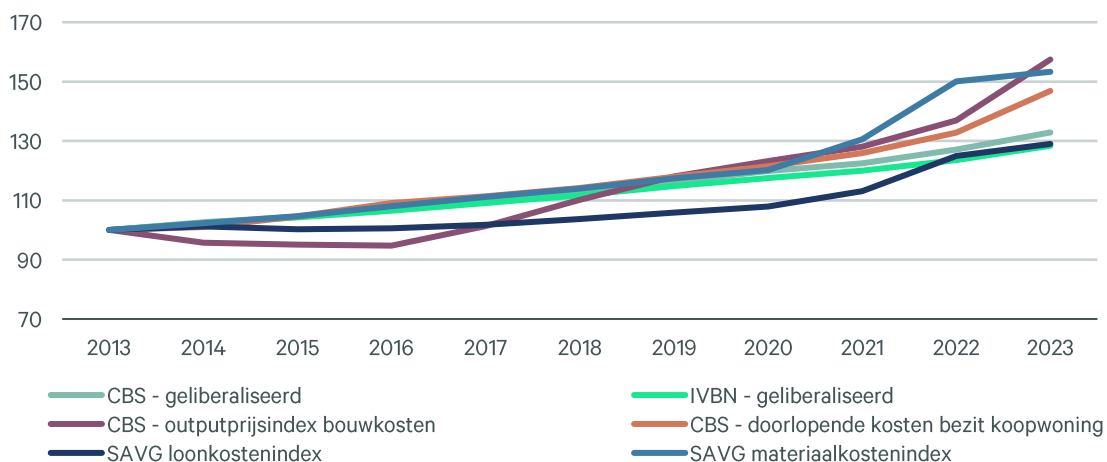
Niet geheel verrassend blijkt de looncomponent van de onderhoudskosten redelijk gelijke tred te houden met de algemene loon- en inflatieontwikkeling in Nederland, en daarmee met de gemiddelde geliberaliseerde huurverhoging. Dit geldt echter niet voor de algemene- en de materiaalcomponenten van de instandhoudingskosten. Deze kennen over alle beschouwingsperioden bezien een grotere stijging dan de geliberaliseerde huren, hetgeen impliceert dat de kosten/batenverhouding van woningeigenaren in de afgelopen 15 jaar is verslechterd.

De geïndexeerde cijfers laten zien dat vooral de hoge inflatie van 2022 heeft gezorgd voor sterk stijgende kosten. Dit is vooral zichtbaar bij de materiaalkostenindex van de SAVG, maar ook bij de algemene bouwkosten die eind 2023 over alle beschouwingsperiode bezien op een fors hogere cumulatieve groei uitkomen dan de geliberaliseerde huurverhoging.

Index huurprijsontwikkeling en instandhoudingskosten (2010=100)



Index huurprijsontwikkeling en instandhoudingskosten (2013=100)



Bron: CBS, IVBN, SAVG

Hierbij moet worden aangetekend dat de bouwkosten tot 2016 zelfs daalden, om daarna een snelle inhaalslag te maken. De index die langjarig het meest in lijn ligt van de geliberaliseerde huurverhogingsindices is die van de doorlopende kosten voor eigenwoningbezit. Dit betekent dat de jaarlijkse meerkosten voor de instandhouding van de eigen woning over de afgelopen 13 jaar van dezelfde orde van grootte zijn geweest als de jaarlijkse huurverhoging in de vrije sector.

Samenvattend

Dit eerste rapportdeel vergelijkt de historische huurverhogingen voor geliberaliseerde woningen in Nederland met relevante huur-, inflatie-, inkomens- en kostenindicatoren. De analyse toont daarbij in de eerste plaats aan dat de huurprijsontwikkeling van geliberaliseerde woningen sterk in lijn is met zowel de totale huurmarkt als het gereguleerde huursegment. Er zijn derhalve geen structurele verschillen tussen de jaarlijkse kostenstijgingen voor de huurders van verschillende typen huurwoningen in Nederland.

De vergelijkingen van de geliberaliseerde huurverhogingen met zowel de inflatiecijfers als de loongroei laten eveneens een grote overeenkomst zien. Dit ligt ook in de lijn der verwachting, daar deze factoren in Nederland een sterke samenhang vertonen. De ontwikkeling van de geliberaliseerde huren ligt hierbij meestal iets boven de inflatie- en loongroei, met name in de jaren waarin er ruim monetair beleid werd gevoerd en de inflatiecijfers historisch laag waren. Vanaf 2022 convergeren beide trends echter snel en wordt de huurverhoging door de loonontwikkeling ingehaald. De IVBN-specifieke geliberaliseerde huurontwikkeling ligt daarbij iets onder de reeks voor de totale geliberaliseerde markt, wat impliceert dat de

daadwerkelijke huurverhogingen van institutionele woningbeleggers over de afgelopen 15 jaar nauwelijks boven de inflatie- en loonontwikkeling zijn uitgestegen.

Het beeld van een eerst divergerende en vervolgens convergerende trend is nog sterker zichtbaar bij de algemene bouwkosten, die na een daling tot aan 2016 een steeds snellere stijging laten zien die de cumulatieve huurverhoging inmiddels overtreft. De jaarlijkse stijging van de instandhoudingskosten voor zowel koop- als huurwoningen ligt langjarig grotendeels in lijn met de geliberaliseerde huurverhoging, maar de hoge inflatie van 2022 heeft hierop een sterke impact gehad, waardoor de cumulatieve stijging van met name materiaalkosten de huurverhoging inmiddels sterk overtreft. De kosten voor de instandhouding van een koopwoning tonen tot slot een opvallende overeenkomst met de jaarlijkse geliberaliseerde huurverhoging.

Impact op huurstromen

Dit tweede hoofdstuk van het rapport betreft de eigenlijke impactanalyse en is daarmee het kernelement van dit onderzoek. In de analyse wordt modelmatig ingeschat wat de terugbetalingsimpact kan zijn en welke gevolgen een mogelijke beperking van de huurverhogingen heeft voor de toekomstige kasstromen vanuit de geliberaliseerde huurwoningen in Nederland. In de analyse wordt er vanuit gegaan dat bij alle geliberaliseerde huurwoningen in het bezit van beleggers gebruik is gemaakt van een algemene huurverhogingsclausule conform het ROZ-model. In de praktijk merkt CBRE dat dit bij de meerderheid van de beleggers ook daadwerkelijk het geval is.

Voor de terugbetalingsimpact kijkt CBRE over de beschouwingsperioden van 5, 10 en 15 jaar terug, waarbij een splitsing wordt gemaakt tussen zittende huurders en voormalige huurders. De impact op de toekomstige kasstromen wordt vervolgens bepaald op basis van de aanname dat de huurwoningen die de mogelijke gevolgen van een huurverhogingsbeperking ondervinden op basis van een vast scenario worden doorgeëxploiteerd tot en met 2040. In de praktijk is het niet de verwachting dat de markt zich daadwerkelijk aan een dergelijk scenario zal houden, aangezien elke gerechtelijke uitspraak die afwijkt van de huidige situatie automatisch leidt tot andere handelingsperspectieven voor beleggers. De uit deze analyse volgende toekomstige impact moet derhalve worden beschouwd als een theoretische impact. De handelingsperspectieven die CBRE in de praktijk verwacht worden in de laatste twee hoofdstukken van dit rapport geïdentificeerd.

Om de impact te kunnen bepalen is gebruik gemaakt van 88.599 lopende huurcontracten van beleggers en de bijbehorende historische mutatiegraden van deze woningcomplexen. Dit vormt een representatieve steekproef van 14,6% van alle 606.722 geliberaliseerde huurwoningen die eind 2023 in het bezit waren van beleggers. Op basis van deze steekproef valt, in combinatie met voorraaddata van het Kadaster en huurverhogingscijfers van zowel de IVBN als het CBS, een goede inschatting te maken van de impact voor de volledige geliberaliseerde huurmarkt. De analyse richt zich vervolgens op de beide in de inleiding genoemde scenario's, die worden afgezet tegen de default 'as is' situatie:

- Scenario 1: terug naar aanvangshuur met huidige contract + geen verhoging mogelijk
- Scenario 2: terug naar aanvangshuur met huidige contract + verhoging volgens CPI

Terugbetalingsimpact

De hoogte van de terugbetaling hangt van een aantal componenten af. De belangrijkste hiervan zijn het verschil tussen het huidige huurniveau en de aanvangshuur, de looptijd van het contract en de tussentijdse huurverhoging. Op basis van deze elementen kan een inschatting worden gemaakt wat de mogelijke terugbetaling zal zijn voor de zittende huurder. Een vergelijkbare inschatting kan tevens worden gemaakt voor voormalige huurders. Omdat van deze groep de gegevens over de (voormalige) contractduur onvolledig zijn is hierbij modelmatig uitgegaan van een gemiddelde omloopsnelheid van huurders (de zogenaamde mutatiegraad) per grootteklasse en type locatie. We zien immers dat er duidelijke verschillen zijn in de mutatiegraden voor deze verschillende segmenten.

Zowel voor zittende huurders als voor voormalige huurders zijn allereerst de historische huurniveaus ingeschat volgens de 'as is' benchmark vanaf 2009 tot en met eind 2023. Met de aldus doorgerekende 'as is' benchmark zijn de twee scenario's met restricties rondom aanvangshuur en huurprijsverhoging toegepast zoals hieronder op een eenvoudige manier illustratief is weergegeven. Op basis van een dergelijke berekening kan voor beide scenario's worden ingeschat wat de terugbetalingsimpact is voor zowel zittende huurders als voormalige huurders.

Voorbeeldberekening terugbetalingsimpact per maand – ingangsjaar 2019

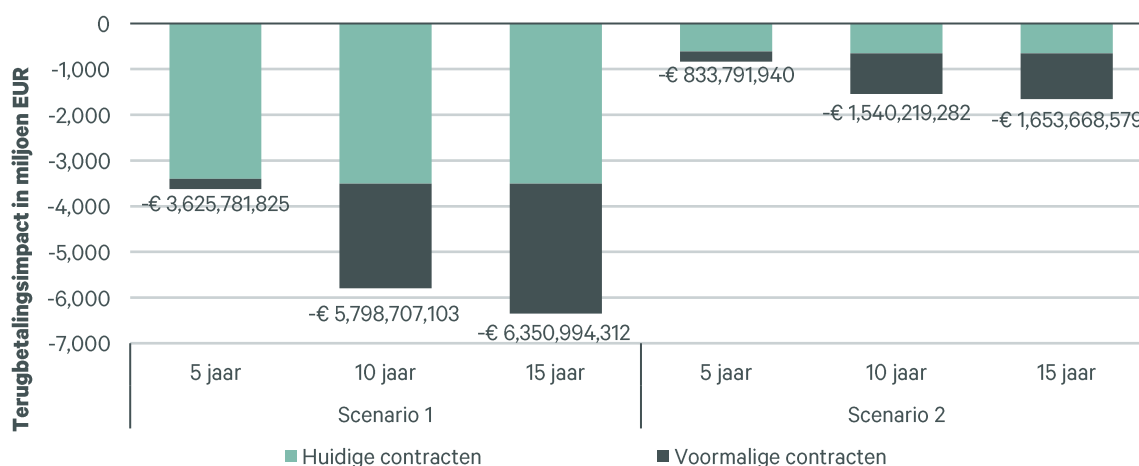
	2019	2020	2021	2022	2023
Huurontwikkeling per maand – ‘as is’ benchmark	€ 962	€ 997	€ 1.020	€ 1.057	€ 1.092
Huurontwikkeling per maand - Scenario 1	€ 962	€ 962	€ 962	€ 962	€ 962
Huurontwikkeling per maand - Scenario 2	€ 962	€ 987	€ 1.000	€ 1.027	€ 1.066
Terugbetaling scenario 1	€ -	€ -35	€ -58	€ -95	€ -130
Terugbetaling scenario 2	€ -	€ -10	€ -20	€ -30	€ -26

Bron: CBRE

Als over een beschouwingsperiode van 15 jaar wordt gekeken dan blijkt de totale terugbetalingsimpact voor de geliberaliseerde huurwoningmarkt in scenario 2 op € 1,7 miljard te becijferen, terwijl dit voor scenario 1 maar liefst € 6,4 miljard bedraagt.

Daarbij valt er een splitsing te maken tussen de huidige en de voormalige huurcontracten. In scenario 1 – over een beschouwingsperiode van 15 jaar – heeft 55% van de terugbetalingsimpact betrekking op huidige huurders. In scenario 2 ligt het aandeel zittende huurders op 40%. Wel valt op dat de jaarlijkse terugbetalingsimpact terugloopt naarmate er verder wordt teruggekeken. Dit heeft in grote mate te maken met het feit dat de voorraad geliberaliseerde woningen van beleggers tussen 2009 en 2023 sterk is gegroeid: van ongeveer 226.000 woningen in 2009 naar 607.000 woningen in 2023.

Terugbetalingsimpact naar scenario en beschouwingsperiode

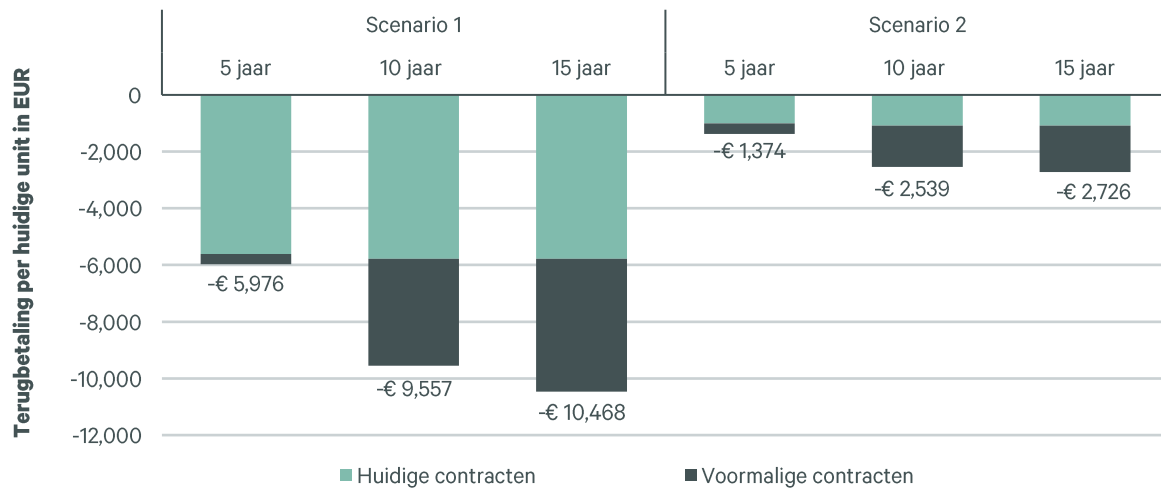


Bron: CBRE

Als de terugbetalingsimpact wordt teruggebracht op het huidige aantal geliberaliseerde huurwoningen in eigendom van beleggers dan blijkt dat de gemiddelde terugbetaling per wooneenheid (unit) zich in een bandbreedte bevindt van €6.000 tot €10.500 per unit in scenario 1 en €1.400 tot €2.750 per unit in scenario 2, afhankelijk van de beschouwingsperiode.

Wanneer we kijken naar de dekkingsgraad van de huurinkomsten ten opzichte van de mogelijke terugbetaling stellen we vast dat, indien scenario 1 wordt afgezet tegen de gemiddelde huurstroom in 2024, 38% (over een 5-jaars beschouwingsperiode) tot 66% (over een 15-jaars beschouwingsperiode) van de totale huurstroom zal moeten worden ingezet om in de terugbetaling te kunnen voorzien.

Terugbetalingsimpact naar scenario en beschouwingsperiode per unit

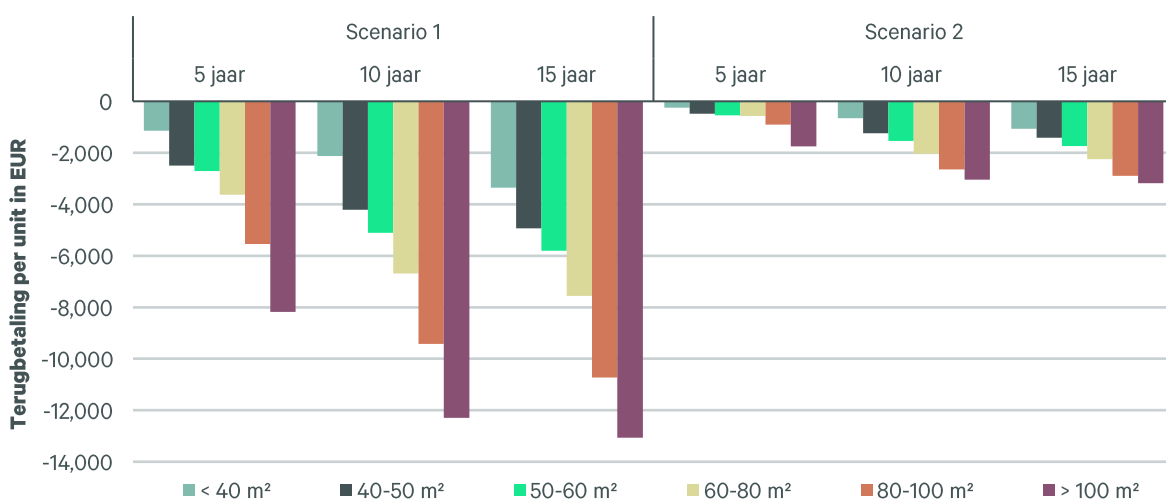


Bron: CBRE

Naast het feit dat er tussen de scenario's grote verschillen zijn in terugbetalingsimpact blijkt dit ook het geval te zijn voor grootteklasse. Dit heeft alles te maken met het feit dat de mutatiegraden voor kleinere woningen aanzienlijk hoger blijken te liggen dan voor grotere woningen. Dit betekent dat bij kleinere woningen een hogere omloopsnelheid is, die er voor zorgt dat de aanvangshuur vaker opnieuw wordt vastgesteld en er door de bank genomen weinig sprake is van een langdurige huurverhogingsreeks volgens de clausule in het ROZ-model. Anders gezegd, bij grotere woningen is het contract gemiddeld genomen in een verder verleden aangegaan, waardoor het verschil tussen de huidige huur en aanvangshuur groter is en daarmee de potentiële terugbetalingsimpact ook aanzienlijk hoger komt te liggen.

In scenario 1 is zichtbaar dat over een beschouwingsperiode van 15 jaar een terugbetalingsimpact optreedt van € 3.350 (<40 m²) tot €13.100 (> 100 m²) per unit. Als dit relatief wordt gemaakt ten opzichte van de huurstream van 2024, dan blijkt dat de impact voor de grootste woningtypen (>100 m²) in dit geval kan oplopen tot 70% van de totale huur die in 2024 geïnd wordt tegen het huidige huurniveau. In scenario 2 ligt de impact aanzienlijk lager, maar bedraagt nog altijd een serieuze hoeveelheid. In dit scenario gaat het over een beschouwingsperiode van 15 jaar om een terugbetalingsimpact van € 1.060 (<40 m²) tot €3.200 (> 100 m²) per unit. Dit komt in het uiterste geval (opnieuw bij de grootste woningtypen) neer op een terugbetalingsimpact van 20% van de totale huur die geïnd kan worden over 2024.

Terugbetalingsimpact naar scenario, grootteklasse en beschouwingsperiode per unit



Bron: CBRE

Concluderend kan gesteld worden dat in beide scenario's de terugbetalingsvolumes dermate groot zijn dat een fors deel (20 tot 70%) van de huurstromen over het huidige jaar benut zouden moeten worden om aan deze terugbetalingsverplichting te kunnen voldoen.

Ter afsluiting dient nogmaals te worden aangestipt dat de terugbetalingsberekening in deze paragraaf een theoretische exercitie is die volgens twee vaste scenario's en met een vaste looptijd is uitgevoerd. Zoals in het inleidende deel reeds is aangegeven zullen er in de praktijk meerdere handelingsmogelijkheden openstaan voor beleggers. Daarnaast zijn er andere elementen verbonden aan een mogelijke terugbetaling die niet te kwantificeren zijn en/of buiten het raamwerk van deze impactanalyse vallen. We noemen hier voor de volledigheid twee zaken:

- Het eventueel koppelen van wettelijke rente aan de terug te betalen geldsom (op basis van gederfde rente-inkomsten voor de huurder). In theorie zou dit de terugbetalingsimpact versterken;
- Het scheiden van huurverhogingen op basis van het algemene beding en specifieke huuropslagen naar aanleiding van woningverbetering. In de praktijk zijn deze twee soorten huurverhoging zowel bij huurders als bij beleggers (met name particulieren) niet altijd duidelijk gescheiden geadministreerd, hetgeen tot onduidelijkheid en onenigheid over de terug te betalen huursom kan leiden.

We volstaan hier, nogmaals, met het aanstippen van deze elementen en nemen deze niet mee in onze berekening van de terugbetalingsimpact; dit zou zonder grove aannames ook praktisch onmogelijk zijn.

Impact toekomstige kasstromen

Naast de mogelijke terugbetalingsimpact die in de paragraaf hierboven is beschreven volgt er voor beleggers ook een significante impact op de toekomstige huurstromen op het moment dat de huren worden teruggeplaatst naar aanvangshuur. De gemiddelde aanvangshuur op basis van de lopende contracten in de steekproef bedraagt € 1.003 per maand, terwijl de huidige lopende huur op € 1.137 per maand ligt. Dit betekent dat bij een terugval naar aanvangshuur er gemiddeld € 134 per maand per woning minder aan huurstroom bij beleggers binnenkomt. Dit verschil kan in de komende jaren verder oplopen, afhankelijk van de huurverhogingsverschillen tussen de scenario's.

Voorbeeld huurontwikkeling per scenario

	2024	2025	2026	2027
'As is' benchmark (+ 2,56%)	€ 1.137	€ 1.166	€ 1.196	€ 1.227
Scenario 1: geen verhoging	€ 1.003	€ 1.003	€ 1.003	€ 1.003
Scenario 2: CPI	€ 1.003	€ 1.025	€ 1.046	€ 1.064
Maandelijkse kasstroom verschil 'As is' versus scenario 1	- € 134	- € 163	- € 193	- € 224
Maandelijkse kasstroom verschil 'As is' versus scenario 2	- € 134	- € 141	- € 150	- € 163

Bron: CBRE

Mutatiegraad

De meest significante impact ontstaat echter niet door de terugval naar aanvangshuur en de eventuele beperkingen in de toekomstige huurverhoging, maar vooral door een verwachte gedragsverandering van de huidige huurders. Wanneer hun huurverplichting immers terugvalt tot onder markthuurniveau zullen zij langer in hun woningen willen blijven wonen omdat dit substantiële kostenvoordelen oplevert. Dit heeft een impact op de omloopsnelheid van de huurwoningen en daarmee op de mogelijkheid om huurcontracten aan te passen naar markthuur. Deze factor is van essentieel belang voor de bepaling van het toekomstige kasstroomeffect.

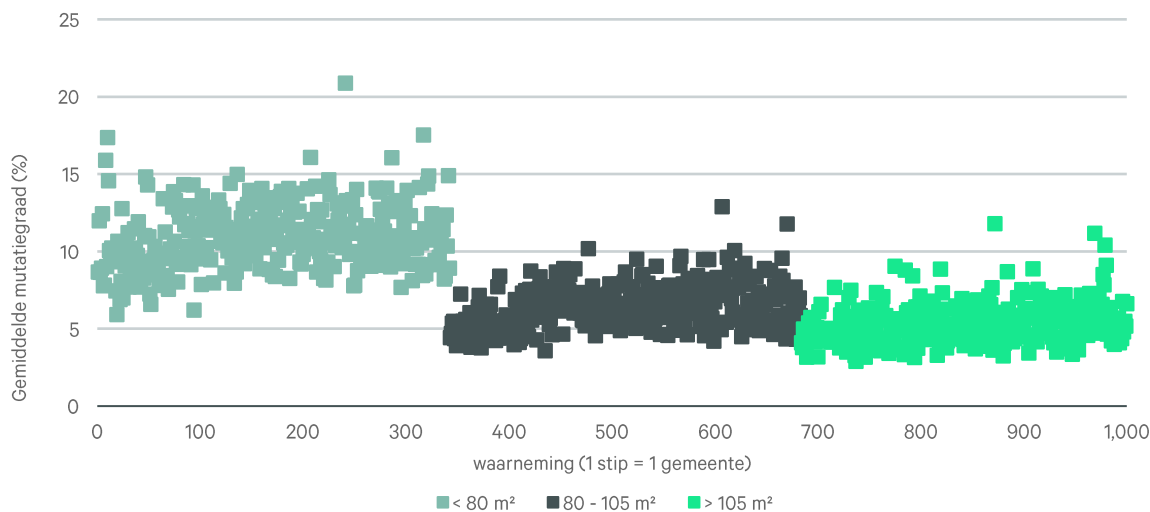
Op basis van IVBN-data is een duidelijk beeld te schetsen van de historische mutatiegraden - en daarmee de toekomstige mutatiegraden wanneer er geen verandering plaatsvindt in de huur en de huurprijsverhoging. De mutatiegraad wordt bepaald door het aantal nieuwe verhuringen (exclusief eerste verhuringen) in één jaar te delen door het totaal aantal verhuureenheden. Het blijkt dat de huidige mutatiegraden gemiddeld op 16,2% liggen. De hoogte van de mutatiegraad is echter sterk afhankelijk van de woninggrootte, het huurniveau en daarmee de locatie. Zo is zichtbaar dat de mutatiegraad van woningen kleiner dan 40 m² in de grote steden veelal rond de 30% ligt, terwijl de mutatiegraad van woningen groter dan 100 m² gemiddeld op 14,5% ligt, onafhankelijk van de locatie.

Deze mutatiegraden zullen echter lager komen te liggen op het moment dat de huren worden teruggebracht naar aanvangshuur (met of zonder huurverhoging). Per saldo zou in dat geval een verhuizing naar een andere huurwoning, waar dan de markthuur voor zal moeten worden betaald, een verhuizing met negatieve financiële gevolgen zijn. Daarbij zorgt een lagere verhuisbeweging vanuit financiële overwegingen ook voor minder nieuw beschikbaar huuraanbod, wat de dalende mutatiegraad versterkt.

Vanuit het sociale huursegment – waar altijd al sprake is van een lagere huur dan de markthuur - valt te leren dat bovenstaand mechanisme de verhuisbereidheid en daarmee de mutatiegraad sterk neerwaarts beïnvloedt. Dit wordt zichtbaar wanneer we de gemiddelde mutatiegraden van de sociale en de geliberaliseerde huursector met elkaar vergelijken. De gemiddelde mutatiegraad voor beleggers ligt, zoals hierboven beschreven, immers op 16,2%, terwijl de gemiddelde mutatiegraad bij woningcorporaties op 7,6% ligt (2021, bron: CBS/WSW), minder dan de helft dus.

De mutatiegraden in de sociale huur dienen dan ook als een belangrijke graadmeter voor de mogelijke toekomstige mutatiegraden binnen onze twee scenario's, waarbij de huur terugvalt naar aanvangshuur en geconfronteerd wordt met een restrictie in de verhoging.

Gemiddelde mutatiegraad (2014-2021) van corporatiewoningen naar grootteklasse per gemeente



Bron: CBS/WSW, bewerking CBRE

Op basis van het verschil in mutatiegraden tussen de sociale en de vrije huursector valt op basis van huurniveau en woninggrootte een betrouwbare inschatting te maken van de toekomstige mutatiegraden in de geliberaliseerde sector voor elk van de twee scenario's, zoals in de tabel hieronder wordt weergegeven.

Verwachte mutatiegraden naar scenario en woninggrootte voor geliberaliseerde huurwoningen

	'As is'	Scenario 1	Scenario 2
< 40 m ²	31,5%	14,9%	24,9%
40-50 m ²	21,2%	12,7%	17,3%
50-60 m ²	18,1%	12,8%	14,5%
60-80 m ²	17,3%	8,7%	10,7%
80-100 m ²	15,7%	6,4%	8,6%
> 100 m ²	14,5%	3,4%	6,5%

Bron: CBRE

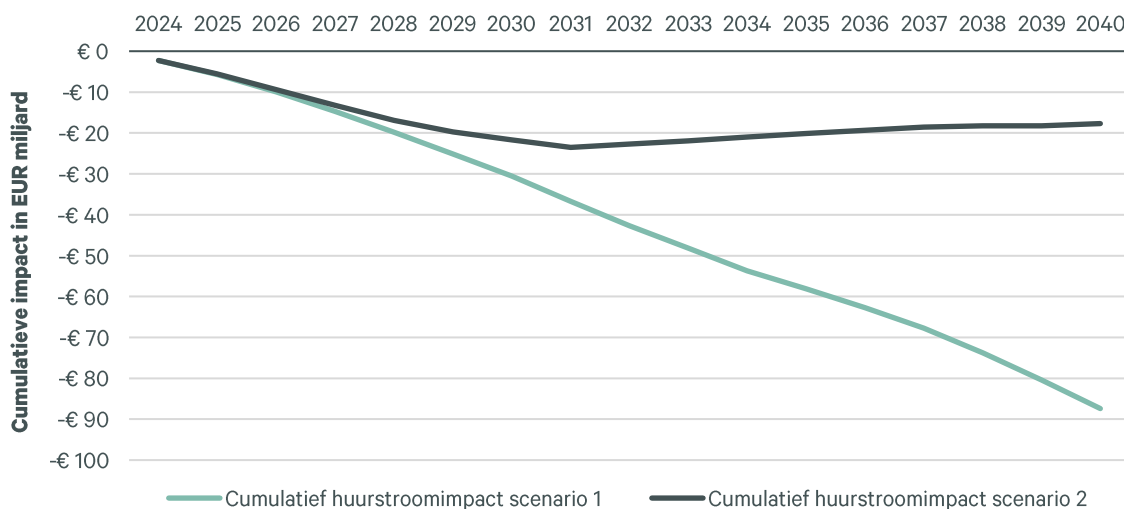
Mutaties zijn in sterke mate van belang voor de financiële impact van de beperkingsscenario's, omdat bij mutatie de impact van een lagere huur en een eventuele restrictie van een lagere of geen huurverhoging vervalt. Naarmate de huidige huurder langer in de woning blijft wonen neemt de toekomstige huurstreamimpact daarom (sterk) toe.

Huurstreamimpact

Op basis van de bovenstaande verwachte mutatiegraden valt te berekenen wat de theoretische huurstreamimpact is voor de beide scenario's. Wij hebben in deze analyse de impact doorgerekend tot en met 2040. Uit de analyse blijkt overigens dat voor een deel van de huurwoningvoorraad er ook na die tijd mogelijk nog impact kan bestaan. De verwachting is immers dat de mutatiegraden voor grotere woningen in scenario 1 kunnen dalen richting de 3%, wat betekent dat over een periode van 25 jaar slechts ongeveer de helft van het aantal woningen muteert, hetgeen impliceert dat er tot na 2040 nog een negatieve impact kan

zijn op de huurstromen. Onderstaande grafiek toont de verwachte huurderving tot 2040 ten opzichte van de ‘as is’-benchmark voor de beide scenario’s:

Cumulatieve huurstroomimpact scenario’s ten opzichte van ‘as is’ benchmark

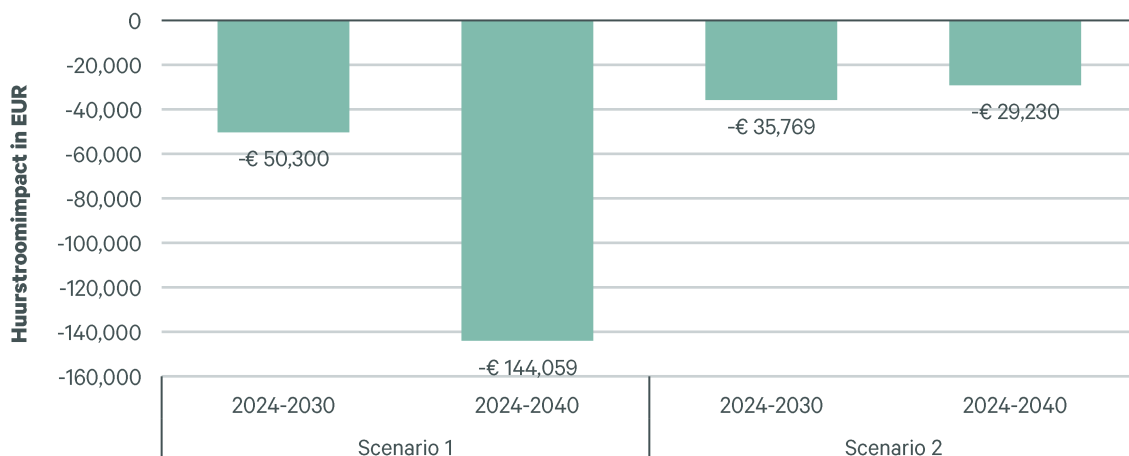


Bron: CBRE

Uit de grafiek kan geconcludeerd worden dat de huurstroomimpact zich in scenario 2 maximeert in 2031. Op dat moment is er cumulatief sinds 2024 afgerond € 24 miljard minder inkomsten gegenereerd uit de verhuur van alle huidige woningen in de geliberaliseerde markt in het bezit van beleggers. Nadien is zichtbaar dat de cumulatieve impact in deze scenario kleiner wordt. Dit heeft er mee te maken dat vanaf dat moment in tijd naar inschatting voldoende woningen in dit scenario zullen zijn gemuteerd naar een nieuw huurcontract, waardoor een steeds groter aandeel van de voorraad geen hinder meer ondervindt van het terugzeteffect naar aanvangshuur.

De cumulatieve impact in scenario 1 is evenwel aanzienlijk groter. Tot en met 2040 is deze impact opgelopen tot € 87,4 miljard. Zoals aangegeven zal deze impact echter nog doorstijgen, daar op dat moment nog niet alle grotere woningen gemuteerd zijn. Mede vanwege het feit dat het verschil tussen de aanvangshuur en de markthuur in de loop van de jaren telkens groter wordt blijft de jaarlijkse impact in scenario 1 stijgen, ondanks dat er door de tijd telkens meer woningen muteren naar een nieuwe huurder en daardoor geen hinder meer ondervinden van een huur die is vastgezet op de aanvangshuur.

Cumulatieve huurstroomimpact per scenario per unit



Bron: CBRE

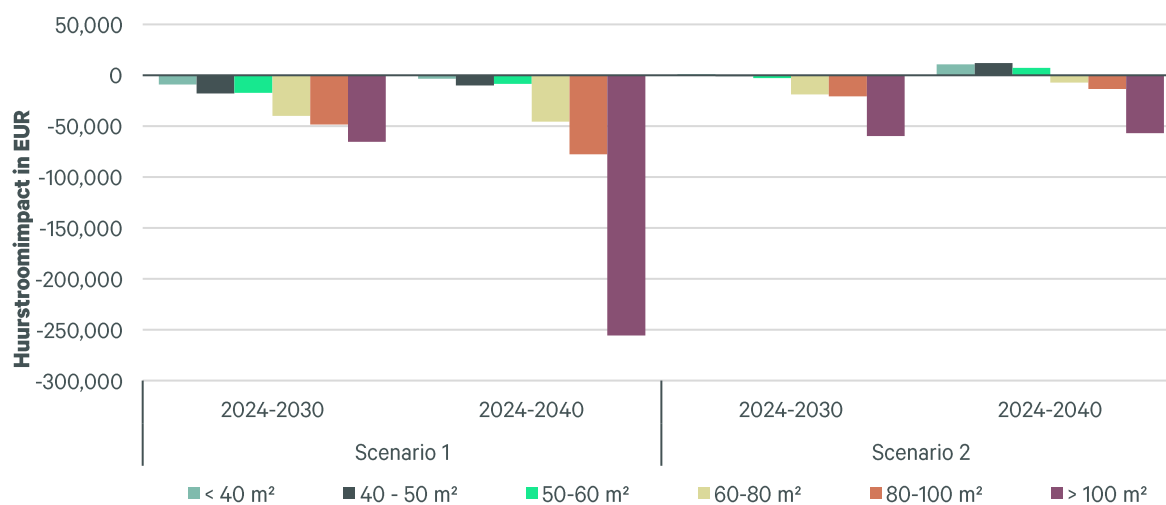
Als de berekende huurimpact wordt vertaald naar individuele woningunits dan blijkt dat de huurstreamimpact tussen 2024 en 2040 ligt tussen de -€29.000 per unit voor scenario 2 en -€144.000 per unit voor scenario 1. Afgezet tegen de totale huidige huurstream betekent dit een daling van de huurinkomsten van 7% tot 34%. Hieruit blijkt duidelijk dat een restrictie van de huurverhoging een forse invloed heeft op de totale huurstream.

Daarbij moet wel worden opgemerkt dat de verschillen in huurstreamimpact binnen de woningvoorraad groot zijn. Zoals eerder benoemd ervaren kleinere woningen een aanzienlijk beperktere huurstreamimpact dan grotere woningen. Dit komt hoofdzakelijk doordat kleinere woningen uiteindelijk nog relatief snel muteren en daardoor geen restricties meer ondervinden van het terugzetten naar aanvangshuur en eventuele restricties in huurprijsverhoging.

De mutatiegraad bij kleinere woningen is in beide scenario's relatief hoog, omdat deze woningen vooral bewoond worden door jonge mensen. Deze bevinden zich veelal nog aan het begin van hun wooncarrière, waardoor ze door verschillende 'levensevents' zoals samenwonen, gezinsuitbreiding of nieuw werk op een andere plek eerder de behoefte hebben aan een andere woonruimte. Daar komt bij dat veel – met name de hoger opgeleide – woonconsumenten mede vanwege fiscale voordelen nog altijd koop verkiezen boven huur.

Deze verhuisbehoefte is veel minder sterk bij woningen groter dan 100 m². In dit soort woningen wonen veelal gezinnen, waardoor er minder snel 'levensevents' plaatsvinden die een verhuisbeweging kunnen veroorzaken. Dit betekent dus ook dat deze woningen langduriger te maken hebben met dezelfde huurder en daarmee een langduriger effect ondervinden van een lagere huur wanneer deze naar aanvangshuur wordt teruggezet en de huurverhoging vervolgens wordt beperkt.

Huurstreamimpact per unit naar woninggrootte



Bron: CBRE

In scenario 2 is zichtbaar dat de toekomstige huurimpact voor de kleinere woningen tot 60 m² tussen 2024 en 2040 uiteindelijk geen negatieve maar zelfs een positieve uitwerking heeft. Evenals bij de totale impact komt dit vooral omdat na verloop van tijd er voldoende woningen gemuteerd zullen zijn. Woningen groter dan 60 m² - die overigens 87% van de geliberaliseerde voorraad beslaan - hebben in deze tijdshorizon wel een negatieve impact: deze betreft gemiddeld -€ 7.210 per unit voor woningen van 60 tot 80 m² en gemiddeld -€ 56.800 per unit voor woningen groter dan 100 m². Vandaar dat de totale verwachte cumulatieve huurderiving, zoals eerste de grafiek op pagina 23 laat zien, voor scenario 2 negatief is.

In scenario 1 ervaren alle woninggroottes gemiddeld een negatieve impact op hun huurstromen tot en met 2040. De verschillen zijn echter groot. Zo is ook hier de impact relatief beperkter bij woningen tot 60 m². Hierbij loopt de impact op naar maximaal -€ 10.100 per unit. Ook in scenario 1 is de huurimpact het grootste bij woningen boven de 100 m². De huurimpact is voor deze woningen zeer fors en wordt geschat op -€ 256.000 per unit. Hierbij moet tevens worden vermeld dat bijna de helft (46%) van de woningen van

beleggers in de geliberaliseerde sector in deze categorie vallen. Voor deze woningen ligt de totale toekomstige theoretische huurstroom gemiddeld 54% lager dan in de situatie dat er wordt doorgeëxploiteerd zoals dit in de afgelopen jaren is gedaan ('as is'). Dit verklaart dan ook waarom de cumulatieve impact voor scenario 1 zo hoog is (maximaal EUR 87,4 miljard in 2040).

Al met al betreft de bovenstaande analyse hoofdzakelijk een theoretische doorrekening, evenals dat voor de terugbetalingsberekening in de eerste paragraaf het geval is. In de praktijk zal de marktontwikkeling bij een beperking van de huurverhoging niet daadwerkelijk op de hier weergegeven impact uitkomen, vooral omdat dit ook impact heeft op de mogelijke handelingsperspectieven van de individuele beleggers. Beleggers hebben immers in de praktijk alternatieven voor het doorexploiteren van een woning, zoals het verkopen van de woning aan de zittende huurder of in verhuurde staat aan een andere belegger of woningcorporatie. Daar komt bij dat er andere effecten optreden zoals een aanpassing in de waardering die er mede toe kunnen leiden dat er een meer gedwongen handelingsperspectief ontstaat. Hier gaan we in de twee slothoofdstukken kort op in.

Impact op direct rendement

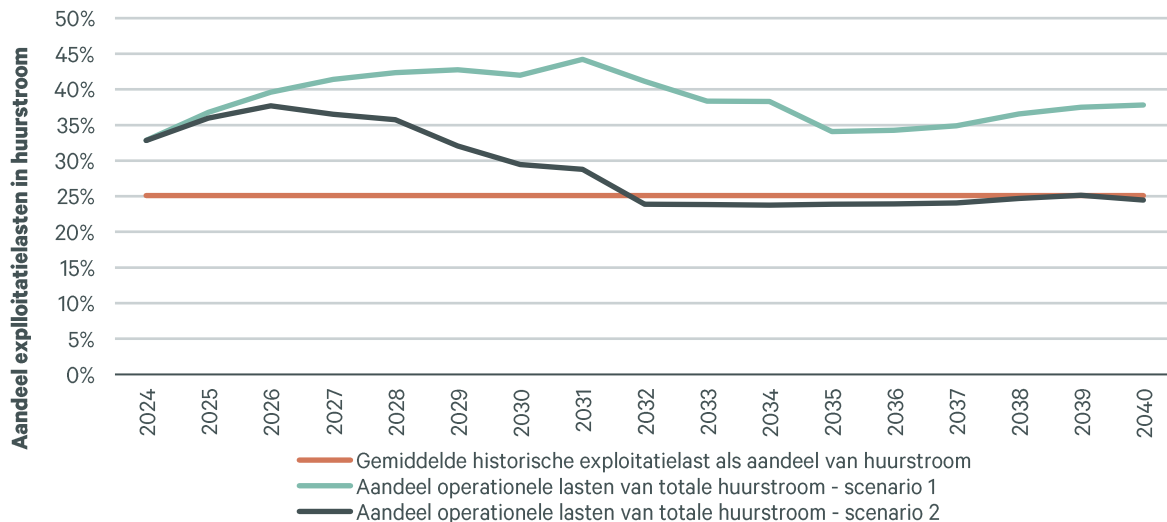
Er dient te worden geconstateerd dat de in de vorige paragraaf vastgestelde impact op toekomstige huurstromen nog een belangrijk effect heeft. Wanneer als gevolg van één van de scenario's de huurstroom ingeperkt wordt heeft dit tevens een effect op het directe rendement van de woningportefeuille. De huurstroom valt immers terug, terwijl de exploitatielasten in beginsel gelijk blijven of stijgen. Per saldo betekent dit een verslechtering van het directe rendement. Om een inschatting te kunnen maken van dit effect is in deze laatste paragraaf gemodelleerd wat de impact van de beide scenario's op het directe rendement zou zijn.

Opnieuw zijn we genoodzaakt om bij deze analyse gebruik te maken van een vereenvoudigd model. Om de directe rendementsontwikkeling te kunnen isoleren en te kunnen kwantificeren is er bij de modellering voor gekozen om de verwachte boekwaardeontwikkeling volgens de 'as is'- situatie ook te gebruiken voor beide scenario's. Wanneer we dit niet zouden doen ontstaat immers een situatie van onderling afhankelijke en verschuivende variabelen waar zonder grove aannames geen steekhoudende resultaten uit kunnen worden afgeleid. In de praktijk zal de boekwaarde naar verwachting wel degelijk terugvallen, in eerste aanleg vanwege de lagere huurstroom en indexatiebeperking, maar vooral vanwege een daling van de mutatiegraden. Dit wordt in hoofdstuk 3 nader toegelicht. In deze paragraaf richten we ons specifiek op de impact die de verwachte kasstormen op het direct rendement uitoefenen en isoleren we dit van de boekwaarde.

Naast de boekwaardeontwikkeling zijn twee andere elementen van belang om de impact op het directe rendement te kunnen bepalen. Dit betreft de toekomstige ontwikkeling van de huurstroom en de ontwikkeling van de exploitatiekosten (opex). Hieronder vallen onder andere de onderhouds- en mutatiekosten, beheerkosten, (lokale) belastingen en verzekeringen. Op basis van historische gegevens blijkt dat de totale operationele kosten van geliberaliseerde huurwoningen gemiddeld 25,1% van de huurstroom bedragen. In de afgelopen 10 jaar lag deze kostenratio tussen de 24,1% en 26,7%, waardoor kan worden vastgesteld dat er sprake is van een relatief beperkte volatiliteit. Voor de berekening wordt dan ook uitgegaan van een stabiel blijvende kostenpost van 25,1%. Het is vooral de verhouding tussen de dalende huurstroom in de verschillende scenario's en de (nagenoeg) gelijkblijvende kosten die de impact op het directe rendement bepaalt.

In scenario 1 blijkt het aandeel van de operationele lasten door de jaren heen op te lopen tot een niveau van 44,2% van de totale huurstroom. De huurstroom blijft in dit scenario immers langjarig laag doordat er geen indexatiemogelijkheden meer zijn en huurders naar verwachting langdurig in hun woningen blijven zitten. Pas na 2031 wordt een daling van het aandeel van de kosten in de huurstroom zichtbaar, mede doordat vanaf dat moment er steeds meer woningen zijn gemuteerd naar een nieuwe huurder en daarmee de huur weer in lijn kan worden gebracht met de 'as is' benchmark.

Operationele kosten als aandeel van de huurstroom (2024-2040)



Bron: CBRE

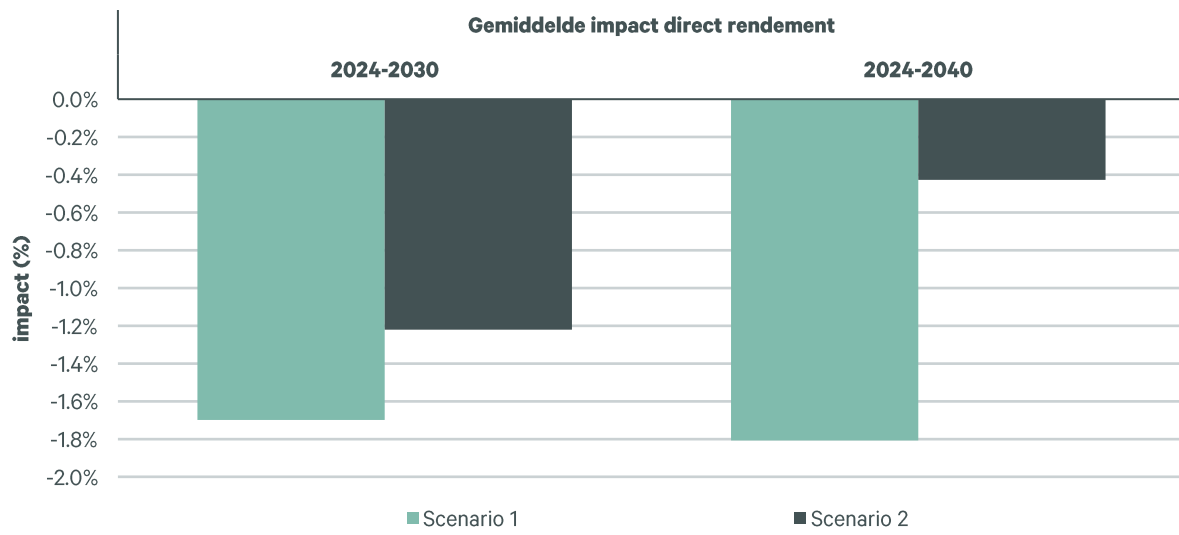
Ook in scenario 2 ligt het aandeel van de operationele lasten in de totale huurstroomb in de eerste acht jaar boven het gemiddelde historische aandeel van 25%. In scenario 2 piekt het aandeel in 2026 naar 37,7%; daarna daalt het aandeel gestaag tot vanaf 2032 weer een historisch gemiddeld niveau wordt bereikt.

Er moet bij deze cijfers één kanttekening worden gemaakt. We gaan hierbij immers uit van een situatie waarbij de operationele kosten gelijk blijven. Indien er echter veel liquiditeit nodig is voor een afgedwongen terugbetaling van de huur, hetgeen vooral op scenario 1 van toepassing is, kan dit er bedrijfsmatig toe leiden dat er onorthodox bezuinigd gaat worden op de kosten. Dit betreft dan bijvoorbeeld niet alleen personeelskosten, maar tevens de kosten voor de exploitatie van het vastgoed zelf. Het ligt dan ook in de rede dat beleggers er in de praktijk voor zullen kiezen onderhoudsactiviteiten later, of helemaal niet, uit te voeren om zodoende het rendement van hun vastgoed te ondersteunen. Op dit fenomeen zullen we in hoofdstuk 4 kort ingaan. In deze analyse gaan we echter uit van gelijkblijvende operationele kosten, hetgeen een impact zal hebben op het directe rendement.

Uit cijfers van de MSCI blijkt dat beleggers in Nederlandse huurwoningen in de afgelopen tien jaar een gemiddeld jaarlijks direct rendement hebben behaald van 3,51%. Op basis van onze berekeningen zal in scenario 1 dit rendement tot 2030 terugvallen met 1,7 procentpunt, hetgeen betekent dat het directe rendement bijna halveert ten opzichte van het huidige langjarige gemiddelde. Dit betreft een rendementsniveau dat vanuit een risico/rendementsoptiek uit het lood staat, wat uiteindelijk implicaties zal hebben voor de kapitaalstromen op en de beschikbaarheid van kapitaal voor de Nederlandse woningmarkt. Ook dit aspect zal uitvoeriger worden besproken in hoofdstuk 4 van deze rapportage.

Ook in scenario 2 is zichtbaar dat het directe rendement sterk wordt gedrukt door de teruggevalen huurniveaus. In dit scenario valt het directe rendement tot 2030 naar schatting gemiddeld terug met 1,22 procentpunt. Daarna is zichtbaar dat als gevolg van een toegenomen aantal mutaties het rendement weer meer in lijn komt met de 'as is' benchmark, waardoor over een periode van 2024 tot 2040 het gemiddelde rendement met circa 0,43 procentpunt wordt gedrukt, terwijl dit in scenario 1 maar liefst 1,8 procentpunt is.

Verwachte impact directe rendement (2024-2040)



Bron: CBRE

Impact op waardering

In dit derde deel van de impactanalyse richten we ons specifiek op de impact van de twee scenario's op de waardering van vrije-sector huurwoningen. Om een duidelijk kader te scheppen, is het belangrijk om te benadrukken dat we geen daadwerkelijke waardering uitvoeren en evenmin een "opinion of value" verstrekken. Het doel van deze impactanalyse is om een risico-inschatting te maken voor de gehele Nederlandse markt voor geliberaliseerde huurwoningen, waarbij het niet mogelijk is om op deze schaal een nauwkeurige waardering of "opinion of value" vast te stellen.

Daarnaast richten we ons op de toekomstige ontwikkelingen binnen het kader van dit onderzoek, dat zich uitstrekt tot 2040. We maken daarbij gebruik van vaste scenario's, zoals we in het vorige hoofdstuk al hebben besproken. Het is belangrijk om te begrijpen dat de werkelijke impact van de beide scenario's veel grilliger zal verlopen en mede afhankelijk zal zijn van factoren die niet kunnen worden belicht in dit onderzoek. Bovendien zullen individuele marktpartijen altijd meer keuzemogelijkheden hebben dan in deze analyse kan worden meegenomen. Net zoals in het vorige hoofdstuk baseren we ons daarom op de twee theoretische toekomstscenario's, die we vergelijken met de huidige 'as is'-situatie. We maken een inschatting van de toekomstige impact gebaseerd op de huidige markt en de expertise en kennis die binnen CBRE op het gebied van taxaties en transactiebegeleiding aanwezig is. Het is nogmaals belangrijk om te benadrukken dat de uitkomst van deze analyse slechts indicatief en theoretisch is.

Concreet geven we in dit hoofdstuk een indicatie af van de orde van grootte van de impact die elk van de twee scenario's zal hebben op het waardeverloop ten opzichte van de 'as is'-situatie. We nemen daartoe de huidige markt en de relevante marktomstandigheden die een waardering grotendeels bepalen als uitgangspunt.

Zoals in het vorige hoofdstuk reeds is uiteengezet bestaat de voornaamste impact op de toekomstige huurstromen uit een voorziene daling van de mutatiegraden. De kapitalisatie van toekomstige huurstromen vormt de primaire basis voor investeringsbeslissingen, en daarmee dus ook voor de waarderingsimpact. Deze aanpassing van de mutatiegraden verschilt sterk tussen woningtype (grootte) en locatie. In het vorige hoofdstuk hebben we uiteengezet dat we voor de kleinste woningtypen de minste impact op de mutatiegraad zien. Dit geldt in het bijzonder voor grootstedelijke locaties. De verhuisbehoefte zal echter veel minder sterk zijn bij woningen groter dan 100 m², met name in de meer perifere locaties. In dit soort woningen wonen veelal meer locatiegebonden gezinnen, waardoor er aanzienlijk minder 'levensevents' plaatsvinden die een verhuisbeweging kunnen veroorzaken. De tabel met verwachte mutatiegraden uit het vorige hoofdstuk laat dit verschil goed zien:

Verwachte mutatiegraden naar scenario en woninggrootte

	As is	Scenario 1	Scenario 2
< 40 m ²	31,5%	14,9%	24,9%
40-50 m ²	21,2%	12,7%	17,3%
50-60 m ²	18,1%	12,8%	14,5%
60-80 m ²	17,3%	8,7%	10,7%
80-100 m ²	15,7%	6,4%	8,6%
> 100 m ²	14,5%	3,4%	6,5%

Bron: CBRE

Om nu de waarde-impact voor de totale geliberaliseerde markt te kunnen inschatten breiden we de zes grootteklassen die we tot nog toe in het onderzoek hebben gebruikt uit met vier locatietypen, waardoor we de steekproef aan huurcontracten kunnen verdelen over een matrix van 24 cellen. Zowel de grootteklasse als het locatietype zijn aan de ene kant gekozen om een zo gelijkmatig mogelijke spreiding van de voorraad

over de matrix mogelijk te maken, maar nog belangrijker is de behoefte om tussen de categorieën en tussen de matrixcellen een voldoende grote differentiatie in marktwaarde te kunnen aanbrengen. Dit hebben we nodig om de waarde-impact volgens de twee scenario's te kunnen berekenen. De zes grootteklassen worden aldus aangevuld met de volgende vier locatietypen:

- Amsterdam; specifiek uitgelicht vanwege de afwijkende mutatiegraden en marktwaarden ten opzichte van de rest van het land
- Stedelijk: dit betreft de 22 grootstedelijke agglomeraties van Nederland volgens het CBS - minus Amsterdam
- Provinciesteden: dit betreft de middelgrote (regio)steden die volgen op de grootstedelijke agglomeraties. We hanteren vooral algemene kenmerken bij het samenstellen van deze groep; een specifieke (gemeentelijke) indeling is hier niet gemaakt
- Periferie: alle niet-stedelijke locaties. Ook deze categorie wordt op basis van algemene kenmerken ingevuld

Voor de aldus verkregen matrix kunnen we nu de 'as is' en de verwachte mutatiegraden per cel bepalen. Hierbij valt op dat de mutatiegraden een sterke correlatie met de woninggrootte vertonen, zoals de tabel uit het vorige hoofdstuk en op de vorige pagina laat zien. Voor locatietype is dit niet per se het geval, waardoor er geen continu verloop in de mutatiegraden zit en het afgeven van een eenduidig te interpreteren waarde-impact moeilijk is. Daarnaast willen we waken voor schijnnaauwkeurigheid. De analyse blijft immers een indicatieve en theoretische exercitie, waarbij we vooral een risico-inschatting en een orde van grootte willen – en kunnen – afgeven.

We kiezen er daarom voor om gebruik te maken van een bandbreedte van de mogelijke waarde-impact per scenario, waarbij we ons richten op de twee uiterste grootteklassen: de woningen tot 40 m² aan de ene kant van het spectrum en de woningen vanaf 100 m² aan de andere kant. Immers, hier verwachten de minste, respectievelijk de meeste impact op de waarde en van hieruit kunnen we vervolgens de relatieve impact op de overige woningtypen afleiden. Wanneer we de verwachte mutatiegraden voor deze twee uiterste grootteklassen binnen de matrix voor elk scenario op een rij zetten krijgen we de volgende tabel:

Verwachte mutatiegraden kleinste en grootste categorie woningen per locatietype

	As is	Scenario 1	Scenario 2
Amsterdam tot 40 m ²	32%	13.1%	24.0%
Stedelijk tot 40 m ²	32%	15.0%	25.0%
Provinciesteden tot 40 m ²	32%	14.6%	25.0%
Periferie tot 40 m ²	32%	16.9%	26.0%
Amsterdam vanaf 100 m ²	15%	3.1%	6.0%
Stedelijk vanaf 100 m ²	14%	3.2%	6.0%
Provinciesteden vanaf 100 m ²	14%	3.5%	6.0%
Periferie vanaf 100 m ²	15%	3.9%	7.0%

Bron: CBRE

Om vervolgens op basis hiervan de waarde-impact te berekenen hebben we voor elk van de bovenstaande acht categorieën een fictieve portefeuille van 100 woningen opgesteld. Dit aantal is gekozen om de willekeurigheid van de te verwachten mutaties binnen de portefeuille op een representatieve manier te kunnen simuleren. Voor elke 'dummy'-portefeuille is er op basis van de IVBN-data een gemiddelde woninggrootte vastgesteld. Op basis van leegwaardereferenties en een indicatieve marktwaardebepaling is er vervolgens voor elk van de acht categorieën een indicatieve benchmarkwaarde voor de 'as is' situatie vastgesteld. De indicatieve marktwaarde wordt bepaald aan de hand van de meest gerede koper en de

volgens marktpraktijk hoogst realiseerbare verkoopprijs. In de ‘as is’-situatie, die de huidige beleggingsmarkt voor huurwoningen weergeeft, komt dit neer op een verkoop aan een belegger met een uitpondstrategie die de woningen prijst volgens een percentage van de leegwaarde, de zogenaamde leegwaarderatio. Deze exercitie leidt voor elk van de acht dummy-portefeuilles tot de volgende indicatieve waarden:

Leegwaarderatio's ‘as is’-situatie

As is leegwaarderatio	
Amsterdam tot 40 m ²	70%
Stedelijk tot 40 m ²	65%
Provinciesteden tot 40 m ²	65%
Periferie tot 40 m ²	60%
Amsterdam vanaf 100 m ²	70%
Stedelijk vanaf 100 m ²	65%
Provinciesteden vanaf 100 m ²	65%
Periferie vanaf 100 m ²	60%

Bron: CBRE

Om de verandering in deze waarden nu volgens de twee scenario's naar de toekomst toe te bepalen maken we gebruik van de ingeschatte verandering van de mutatiegraden. Dit is immers de voornaamste determinant voor de bepaling van de leegwaarderatio's, waar de marktwaarde in de ‘as is’-situatie op is gebaseerd. Om een consistente vergelijking mogelijk te maken passen we deze methode ook toe voor het bepalen van een indicatieve toekomstige waarde. Concreet betekent dit dat we voor woningen tot 40 m² de minste aanpassing van de leegwaarderatio's verwachten. Dit komt omdat we voor elk type locatie voorzien dat de mutatiegraden voor deze kleinste woninggrootte relatief hoog blijven liggen – gemiddeld rond de 15%, hetgeen er statistisch beschouwd voor zorgt dat na vijf jaar ongeveer de helft, en na tien jaar ongeveer 70% van de woningen gemuteerd is. Dit neemt niet weg dat we in scenario 1 ook voor de kleinste grootteklasse een stevige neerwaartse aanpassing ramen.

Voor de bovenkant van de bandbreedte, de grootste grootteklasse, verwachten we in elk scenario een substantiële impact. Hier zakken de verwachte mutatiegraden weg tot ver onder de 5%, met name in de meer perifere locaties. Het gevolg is dat de leegwaarderatio voor dit segment in scenario 1 zelfs daalt tot rond de 40%, zoals in de tabel hieronder weergegeven.

Verwachte leegwaarderatio's kleinste en grootste grootteklasse

	Scenario 1	Scenario 2
Amsterdam tot 40 m ²	52%	63%
Stedelijk tot 40 m ²	48%	58%
Provinciesteden tot 40 m ²	47%	58%
Periferie tot 40 m ²	46%	54%
Amsterdam vanaf 100 m ²	42%	49%
Stedelijk vanaf 100 m ²	40%	46%
Provinciesteden vanaf 100 m ²	41%	46%
Periferie vanaf 100 m ²	38%	44%

Bron: CBRE

Deze aanpassing van de leegwaarderatio's resulteert voor zowel het kleinste als het grootste woningsegment in de volgende waardeverschillen per scenario:

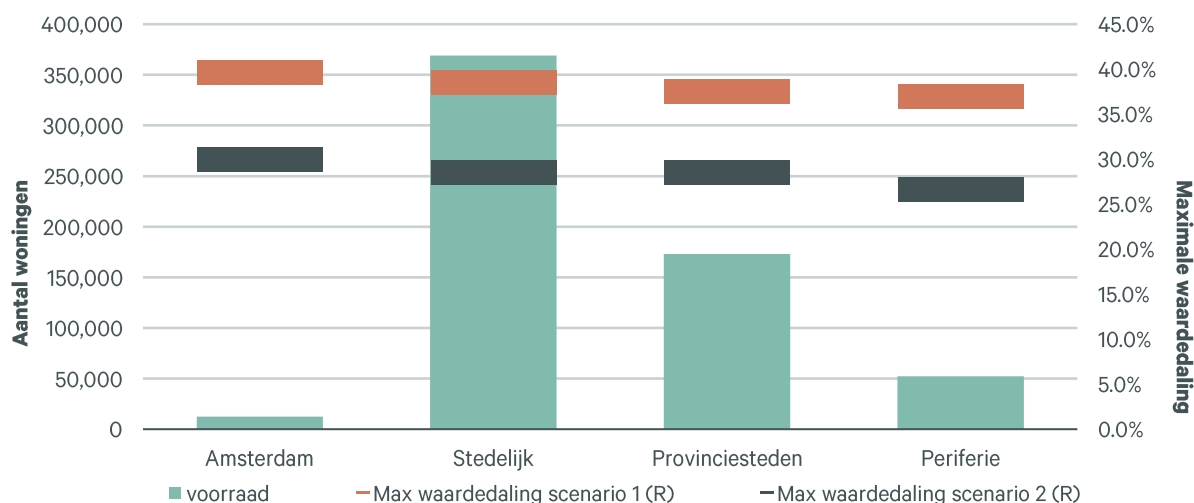
Verwachte waardedaling kleinste en grootste grootteklasse

	Scenario 1	Scenario 2
Amsterdam tot 40 m ²	-26%	-10%
Stedelijk tot 40 m ²	-27%	-11%
Provinciesteden tot 40 m ²	-27%	-11%
Periferie tot 40 m ²	-24%	-9%
Amsterdam vanaf 100 m ²	-40%	-30%
Stedelijk vanaf 100 m ²	-39%	-29%
Provinciesteden vanaf 100 m ²	-38%	-29%
Periferie vanaf 100 m ²	-37%	-27%

Bron: CBRE

De bovenstaande tabel geeft daarmee feitelijk de bandbreedte van de totale verwachte waarde-impact per scenario weer. Om dit duidelijker voor het voetlicht te krijgen en het waardedalingrisico af te kunnen zetten tegen de verdeling van de geliberaliseerde woningvoorraad over de verschillende locatietypen en grootteklassen visualiseren we dit in de volgende twee grafieken, waarin de verdeling van de woningvoorraad wordt afgezet tegen de maximale indicatieve waardedaling per scenario voor elke categorie. Als eerste zetten we de voorraad af tegen de vier locatietypen die we in dit onderzoek hebben gebruikt:

Maximale indicatieve waardedaling per locatietype en verdeling voorraad

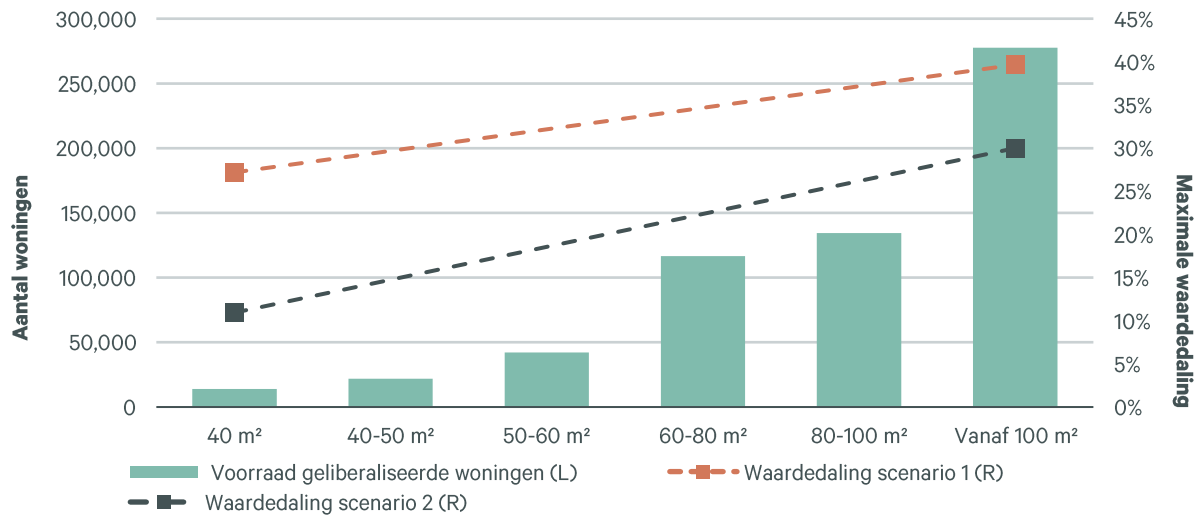


Bron: CBRE

Wat hierbij opvalt is dat er tussen de verschillende locaties weinig verschil zit in het maximale waardedalingrisico, en tevens dat dit voor elk scenario fors is. Dus ook in scenario 2, waarbij CPI- indexatie toegestaan blijft, bedraagt de maximale waardedaling minimaal 25%. Het hoogste waardedalingrisico is van toepassing op Amsterdam, hier bevindt zich echter maar 2% van de voorraad vrije sectorwoningen. De bulk van de voorraad bevindt zich in de grootstedelijke agglomeraties, maar ook hier ligt de bovenkant van de bandbreedte voor elk scenario boven de 25% waardedaling.

Tot slot nemen we de grootteklassen als uitgangspunt voor de visualisatie. Hier kunnen we de verwachte waarde-impact over alle zes de klassen extrapoleren, omdat we weten dat het verloop van de mutatiegraden hier sterk mee correleert. Wanneer we deze impact afzetten tegen de verdeling van de categorieën over de geliberaliseerde voorraad van beleggers krijgen we een totaalplaatje zoals weergegeven in de grafiek hieronder.

Maximale indicatieve waardedaling per grootteklasse en verdeling voorraad



Bron: CBRE

Hieruit blijkt duidelijk dat de meest forse verwachte waarde-impact toevalt aan het grootste deel van de voorraad huurwoningen in het bezit van beleggers. In totaal beslaat 46% van de huidige voorraad namelijk een woning van 100 m² of groter, en juist deze worden hard geraakt. In scenario 1 kan voor deze grootteklasse met een waardedaling tot wel 40% worden gerekend, maar ook in scenario 2 moet hier met een maximale afwaardering tot wel 30% worden gerekend. Voor scenario 2 is de impact op woningen kleiner dan 60 m² relatief beperkt. De mutatiegraad zal voor deze categorie weliswaar ook iets lager komen te liggen, maar niet dermate veel dat dit een grote impact heeft op de waarde. Deze groep woningen betreft echter een veel kleiner deel van de totale voorraad: in totaal gaat het hier slechts om 13% van de totale geliberaliseerde woningvoorraad in eigendom van beleggers. Bovendien bedraagt de maximaal berekende afwaardering in scenario 2 ook voor de kleinste grootteklasse nog altijd 11%, terwijl dit in scenario 1 nog altijd tegen de 30% aan ligt.

Impact op de beleggingsmarkt

Nu het cijfermatige deel van de impactanalyse is afgerond kijken we in dit vierde hoofdstuk in kwalitatieve zin naar de verwachte impact van een terugdraaiing en beperking van de huurverhoging op het functioneren van de beleggingsmarkt. Een aantal van deze elementen is in de vorige hoofdstukken reeds aan bod gekomen. We richten ons in deze beschrijving specifiek op een viertal effecten:

- De impact op de liquiditeit en verhandelbaarheid van huurwoningen in de markt;
- Gedragsverandering bij kapitaalverschaffers;
- De potentiële marktvrage naar het getroffen woningproduct;
- De impact op beleggingsaanbod en marktprijzen.

Liquiditeit

Zoals in de hoofdstukken twee en drie is uiteengezet en doorgerekend, zou de realisatie van elk van de twee scenario's directe en zwaarwegende gevolgen hebben voor de marktpartijen die direct of indirect betrokken zijn bij de exploitatie van geliberaliseerde huurwoningen. Deze impact bestaat uit drie hoofdelementen:

1. De terugbetalingsplicht van de historische verhoging, die een directe kapitaal- en liquiditeitsbehoefte met zich meebrengt;
2. Het terugvallen van toekomstige huurstromen, hetgeen toekomstige inkomsten en rendementen negatief beïnvloedt;
3. Een waardedaling van de huurwoningen in bezit of in beheer.

Het eerste effect is qua doorlooptijd het meest urgent en het zal, uitgaande van onze impactanalyse, vooral van het specifieke scenario afhangen in hoeverre dit tot liquiditeitsproblemen bij marktpartijen leidt.

In beide scenario's loopt het terug te betalen volume over de lange beschouwingsperiodes op van circa € 1,5 miljard tot circa € 6,4 miljard en hier zullen naar verwachting over de gehele markt bezien onvoldoende liquide middelen voor beschikbaar zijn. Dit impliceert dat investeerders over de gehele linie zullen worden gedwongen om woningen te verkopen teneinde aan de terugbetalingsverplichting te kunnen voldoen. De vraag is of er in deze situatie op korte termijn voldoende kopers beschikbaar zullen zijn en wat het effect op transactiepreisen zal zijn. De verwachting van CBRE is dat er op korte termijn niet voldoende afnemers beschikbaar zullen zijn en dat prijzen hierdoor sterk zullen worden beïnvloed; hier gaan we later in dit hoofdstuk verder op in.

Voor fonds- en portefeuillemanagers die de woningen niet zelf bezitten maar voor derden beheren zullen de kosten en baten van hun bedrijfsvoering in de beide scenario's sterk uit balans raken. Om deze balans te herstellen zal waar dit mogelijk is stevig in de kosten moeten worden gesneden en zullen tegelijkertijd aan de inkomstenkant noodmaatregelen moeten worden getroffen. Dit zal waarschijnlijk betekenen dat de beheervergoeding aanzienlijk wordt verhoogd. Het is vervolgens de vraag of de kapitaalverschaffers en aandeelhouders hiermee akkoord zullen gaan, mede gezien de simultane waardedaling van de onderliggende portefeuilles, die in hoofdstuk 3 is beschreven. Wanneer de vastgoedmanagers hun kosten niet voldoende kunnen compenseren is de kans reëel dat ze verlieslatende ondernemingen worden die in acute geldnood verkeren. De directe operationele impact van een dergelijk scenario bestaat uit tekortkomingen bij het noodzakelijk beheer van de woningportefeuilles – denk aan onderhoud en woningverbetering, alsmede gebrek aan capaciteit om de massaal opgelegde noodzaak tot terugbetaling en woningverkoop uit te voeren. Dit zou vanuit een sneeuwbal effect tot grote disrupties in de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt leiden, die zich naar alle waarschijnlijkheid niet beperken tot de woningsector alleen. Veel vastgoedmanagers beheren immers portefeuilles en fondsen met vastgoed uit meerdere sectoren. Op langere termijn zullen managers naar verwachting failliet gaan of, in anticipatie hierop, consolideren. Dit zal het aantal aanbieders op de markt verminderen, hetgeen de liquiditeit en de mogelijkheden tot spreiding en optimale allocatie op de Nederlandse vastgoedmarkt zal verminderen.

Kapitaalverschaffers

Zoals gesteld zal met name scenario 1 zorgen voor een sterke disruptie in de beleggingsmarkt en tot operationele problemen bij fonds- en portefeuillemanagers leiden. Kapitaalverschaffers zullen daarbij naar verwachting in eerste aanleg inzetten op ‘damage control’, maar zullen op langere termijn hun strategische assetallocatie gaan herzien, waarbij rendement, spreidingsmogelijkheden en kosten centraal staan. Dit zal er voor zorgen dat kapitaal wegtrekt uit de Nederlandse vastgoedmarkt, bijvoorbeeld naar buitenlandse vastgoedmanagers, naar buitenlands vastgoed of naar andere assetcategorieën.

De kapitaalverschaffers worden daarbij overigens in eerste instantie hard geraakt door de terugbetalingsverplichting in combinatie met de geprognosticeerde waardedaling van hun woningbezit en het gebrek aan liquidatiemogelijkheden. De waardedaling heeft een directe impact wanneer een belegger, of een fonds, gebruik maakt van financiering of er anderszins prestatieafspraken over drempelwaarden zijn gemaakt. Wanneer de waarde onder een afgesproken drempelwaarde valt zal er eveneens actief verkocht moeten worden om de schuld gedeeltelijk te kunnen aflossen. Dit zal de liquiditeitsproblemen versterken en de vraag is hierbij, opnieuw, in hoeverre de marktomstandigheden het zullen toelaten om tot succesvolle verkoopprocessen en voldoende hoge verkoopprijzen te komen. Vooral particuliere beleggers zullen op dit vlak naar verwachting hard worden geraakt, omdat zij het meest gebruik maken van vreemd vermogen. Onder de getroffen bevinden zich ook de beleggers die hoofdzakelijk met een uitpondstrategie werken, hoewel zij veelal lager gefinancierd zijn dan de particuliere beleggers. Bij institutionele fondsen, waaronder de IVBN-leden, is de ‘leverage’ met vreemd vermogen doorgaans het laagst, met een gemiddelde *loan-to-value* (LTV) die zich onder de 25% bevindt. Een aantal woningfondsen past dergelijke leverage zelfs in het geheel niet toe.

De woningwaarde van hoger gefinancierde beleggers zal met name in scenario 1 al snel onder de afgesproken drempelwaarden van de financiering vallen, en wanneer er niet tegen acceptabele voorwaarden geliquideerd kan worden zullen de portefeuilles in bijzonder beheer terecht komen waarbij de financiers (forse) afboekingen zullen moeten opnemen. Dit zal op zijn beurt weer een negatieve impact hebben op het uitleenvermogen van de financieringsmarkt.

De rendementen van de kapitaalverschaffers van de grote woningfondsen, hetgeen met name institutionele beleggers zijn, zullen hard worden geraakt en de mogelijkheid om snel afscheid te nemen van de exposure zal beperkt zijn. Hoewel de woningexposure van de grote Nederlandse (pensioen- en verzekerings-) instituten slechts een paar procent van hun gehele beleggingsportefeuille omvat zal het een meetbare impact betreffen die pensioenuitkeringen en verzekeringspremies weliswaar naar verwachting niet in gevaar zal brengen, maar dekkingsgraden wel degelijk negatief zal beïnvloeden. Dit zal landelijke gevolgen hebben voor het Nederlandse pensioen- en verzekeringsstelsel en het vermogen om naar en conform wens uit te keren, hetgeen ook de woonconsument en de huurders van de getroffen woningen raakt.

Beleggersvraag

Met name in scenario 1 is een grootschalige gedwongen verkoop van woningen een reëel scenario. De vraag is of hier binnen afzienbare termijn een voldoende grote afzetmarkt voor gevonden kan worden. Het exploiteren van een huurcontract dat niet of in beperkte mate kan worden geïndexeerd is namelijk in basis een verlieslatende operatie waar, zonder in te prijzen exitscenario, zeer weinig partijen in geïnteresseerd zullen zijn. Zoals Prof. Brounen eveneens heeft aangegeven in zijn recente IVBN-whitepaper over huurindexatie is huurverhoging van groot belang voor beleggers – met name lange-termijnbeleggers – op de woningmarkt. Een opslag bovenop inflatie is voor hen überhaupt nodig om de woning op lange termijn verhuurbaar te houden.

Een belangrijke reden voor institutionele beleggers om in de woningmarkt te beleggen is namelijk de stabiele inflatiehedge. Indien het bruto/netto traject van de portefeuille stabiel zou blijven, dan zou de huur van de objecten met inflatie kunnen stijgen om deze hedge te waarborgen. Echter, objecten verouderen, waardoor de onderhoudswerkzaamheden in hoeveelheid toenemen. Daarnaast zijn diverse kosten sneller gestegen dan de inflatie, zoals hoofdstuk 1 heeft laten zien. Bovendien laat nieuwe regelgeving op het gebied van huurwetgeving, belastingen, woninguitrusting en duurzaamheid van woningen de kosten verder oplopen. Dit

betekent dat het bruto/nettotraject divergeert: voor een euro aan bruto huuropbrengsten blijft netto steeds minder over.

Bij een huurcontract dat slechts tegen inflatie, laat staan tegen minder, kan worden geïndexeerd zal een belegger derhalve uitgaan van een negatief rendement. Tot het kopen van een dergelijke propositie zal alleen worden overgegaan tegen een (zeer) hoge korting, waarmee de koper elk voorzien negatief rendement over de gehele looptijd compenseert. Voor individuele woningen of een kleine verzameling woningen valt een dergelijke berekening in theorie nog door te voeren, hoewel het ten principale onzeker blijft wanneer een zittende huurder vertrekt en het huurcontract naar marktconformiteit kan worden aangepast - of de woning kan worden uitgepand. Voor grootschalige complexen en (deel)portefeuilles kan dit exploitatierisico door kopers niet in voldoende mate worden ingeschat waardoor er in de praktijk alleen tegen nagenoeg risicovrije bodemprijzen biedingen zullen worden afgegeven. Afgezet tegen de boekwaarde van de woningen en afgezet tegen de benodigde liquiditeit zal bij een grootschalige verkoopgolp als gevolg van het tot stand komen van de scenario's 1 en 2 derhalve geen voldoende grote afzetmarkt worden gevonden en zullen marktprijzen instorten. Dit impliceert dat aan de afgedwongen terugbetaling in meerdere gevallen niet op korte termijn zal kunnen worden voldaan. Dit geldt overigens niet alleen voor directe verkopen, maar eveneens voor de verkopen van aandelenbelangen in fondsen.

Zoals in het derde hoofdstuk is aangegeven wordt de huidige beleggingsmarkt voor huurwoningen gedomineerd door kopers met een uitpondstrategie. Voor de categorie beleggers die hierbij verantwoordelijk is voor de grootste transactievolumes, zijnde enkele grote Nederlandse woningbeleggers met een uitpondsignatuur, moeten we echter vaststellen dat deze zelf evenzeer worden getroffen door de terugbetalingsproblematiek en waardedaling, wat betekent dat ook zij naar verwachting te weinig kapitaal zullen hebben om te kunnen investeren. Bovendien hebben ook zij last van de sterk gedaalde mutatiegraden in beide scenario's. Dit alles creëert een vicieuze cirkel waardoor de potentiële vraag beperkt zal blijven en er niet voldoende kopers zullen worden gevonden om de noodzakelijke aantallen woningen aan te verkopen. Dit creëert een patstelling die terugbetaling en uitvoering van de gerechtelijke uitspraken in de praktijk zal blokkeren.

Het meest waarschijnlijke scenario is daarmee dat de huidige woningeigenaren op de korte en middellange termijn noodgedwongen aan hun bezit vasthouden en bij mutatie zelf uitponden om zo aan liquiditeit te komen. Naar verloop van tijd is de verwachting evenwel dat er nieuwe partijen zullen opstaan en er partijen met nieuw kapitaal uit het buitenland zullen instappen – naar alle waarschijnlijkheid betreft dit in eerste instantie private equity. Ook in Nederland zal er naar verloop van tijd gaandeweg kapitaal worden vrijgespeeld en vergaard om in deze niche te kunnen investeren. De doorlooptijd die dit proces vergt, is naar verwachting echter te lang om de hierboven beschreven liquiditeitsproblemen in de markt te kunnen oplossen. Bovendien zullen ook deze kopers naar verwachting inzetten op relatief grote winstmarges en zullen zij zich bewust zijn van de asymmetrische marktverhoudingen. Het resultaat zal zijn dat hun biedingen nog altijd op een zeer laag niveau zullen liggen, ver onder de verwachte waarderingniveaus, die op zichzelf al fors lager zullen liggen. Wederom zullen ook de kortingen op aandelenbelangen dit lot ten deel vallen. De verwachting is dat zowel kapitaal- als financieringspartners in eerste aanleg een dergelijke afslag niet zullen accepteren, waardoor opnieuw een patstelling ontstaat waarin kapitaal en liquiditeit voorlopig vast blijft zitten in een asset class die een 'toxisch' label opgespeld heeft gekregen. Pas als na verloop van tijd er voldoende huurwoningen zijn gemuteerd zal de beleggingsmarkt normaliseren.

Aanbod en marktprijzen

De gevolgen van de uitvoering van de beide scenario's op de waardering van de bestaande woningportefeuilles is in hoofdstuk 3 beschreven. In het kader van dit hoofdstuk kijken we specifiek naar de impact op woningprijzen (leegwaarden) en markthuren.

De impact op markthuren wordt vooral door twee factoren bepaald: de algemene daling in mutatiegraden en de invloed op bestaand en nieuw huurwoningaanbod. Vanuit het oogpunt van een woninghuurder zullen beide elementen negatief worden beïnvloed door de uitvoering van de twee scenario's. Door dalende mutatiegraden zullen er immers minder snel bestaande huurwoningen naar de markt komen. We hebben tevens vastgesteld dat een uitpondscenario de meest waarschijnlijke afwikkeling van de getroffen woningportefeuilles betreft. Dit betekent dat het huurwoningbestand geleidelijk zal verminderen en het

bestaande huurwoningaanbod evenredig zal afnemen. Tot slot moeten we kijken naar de bouw- en investeringsbereidheid voor nieuwe huurwoningen. Deze hangt van meerdere factoren af, maar in het kader van deze analyse kijken we slechts naar de impact van een terugdraaiing en beperking van de huurverhoging. Zoals hierboven gesteld leidt met name scenario 1 hierbij tot onmiddellijke liquiditeitsproblemen die de Nederlandse woningbeleggingsmarkt in de volle breedte zullen raken. Dit betekent vervolgens dat beleggers niet in staat zullen zijn om te investeren in nieuwe huurwoningen, ten minste totdat de afwikkeling van de scenario's is afgerond, wat naar verwachting lang kan duren. Het gevolg is dat de nieuwbouwpijplijn zal teruglopen. Minder aanbod op de huurwoningmarkt leidt bij gelijkblijvende vraag tot hogere markthuren, wat dan ook een zeer waarschijnlijk gevolg zal zijn.

De impact op koopwoningprijzen c.q. leegwaarden is in onze ogen minder sterk, doch evenzeer relevant. Ook hiervoor geldt dat we in het kader van dit onderzoek alleen naar de ontwikkeling van vraag en aanbod kijken. Een terugloop van het aantal huurmutaties en een afname van het huurwoningaanbod zal er toe leiden dat meer woonconsumenten hun heil zullen zoeken op de koopmarkt, hetgeen de vraag doet stijgen en een opwaartse druk op de prijzen tot gevolg heeft. Daarentegen zal het geleidelijke uitpenden van huurwoningen tot een stijging van de koopwoningvoorraad leiden die een neerwaartse druk op de prijzen zal uitoefenen. Deze twee krachten heffen elkaar naar verwachting grotendeels op. De derde en doorslaggevende factor is dan het verwachte nieuwbouwaanbod. Hoewel in eerste aanleg zou kunnen worden gesteld dat een afname van nieuwbouw voor huurwoningen leidt tot een toename van nieuwbouw voor koopwoningen, is de praktijk minder eenvoudig. Veel ontwikkelaars, bouwers en gemeenten hebben de afgelopen tijd juist ingezet op huurwoningen, en deze projecten zullen tot stilstand komen en niet meer worden afgenomen, wat negatieve consequenties voor de bouw- en ontwikkelingssector heeft die ertoe zal leiden dat de capaciteit om koopwoningen te ontwikkelen eveneens zal worden aangetast. Daarnaast bevatten veel ontwikkelingen juist een mix aan woningtypen en een mix aan koop- en huurwoningen, mede gedreven door gemeentelijke eisen op dit vlak. Veel projecten komen juist van de grond omdat een belegger in een vroeg stadium een deel van het huurprogramma koopt, waardoor de ontwikkelaar het langer durende risico van de verkoop van het koopprogramma op zich kan nemen. Deze gemengde projecten zullen niet meer van de grond komen, hetgeen naast het huuraanbod ook het koopwoningaanbod negatief beïnvloedt, met name in stedelijke omgevingen.

Wanneer scenario 1 of 2 werkelijkheid worden verwachtten we derhalve op de middellange termijn een algehele stagnatie van het nieuwbouwaanbod van woningen, zowel voor de huur- als koopmarkt. Al met al leidt dit samengestelde krachtenveld naar onze verwachting zowel tot oplopende markthuren als tot stijgende leegwaarden, waarbij de impact op de markthuren sterker zal zijn. Een stijging van de leegwaarden zal overigens in beginsel een positief effect hebben op de waardering van de getroffen huurwoningportefeuilles, al is dit naar verwachting een gering effect dat onvoldoende is om de negatieve effecten die in de hoofdstukken 2 en 3 zijn doorgerekend te compenseren.

Impact op de woningmarkt

In dit laatste hoofdstuk kijken we tot slot in kwalitatieve zin naar de impact van de beide beperkingsscenario's op het algemene functioneren van de Nederlandse woningmarkt, waarbij we de positie van de woonconsument als uitgangspunt nemen. De vraag is hierbij vooral of de problemen die in de huidige markt worden geïdentificeerd in positieve of in negatieve zin zullen worden beïnvloed door huurverhogingsbeperking. Nog sterker dan voor de beleggingsmarkt het geval is grijpen voor het functioneren van de woningmarkt veel factoren in elkaar. In het kader van dit onderzoek beperken we ons dan ook tot het uitlichten van de voornaamste impact op de belangrijkste maatschappelijke discussiepunten van de woningmarkt:

- Beschikbaarheid: bestaand en nieuw aanbod
- Betaalbaarheid
- Verduurzaming en energietransitie

Nieuwbouw

Zoals in het vorige hoofdstuk is aangegeven zullen de nieuwbouvvolumes in Nederland, die reeds onder grote druk staan, naar verwachting nog verder dalen. Bovendien zullen geplande en lopende bouwprojecten niet meer kunnen worden afgenomen door acuut geldgebrek, wat vervolgens een cascade van liquiditeitsproblemen met zich mee zal brengen die ook bouwbedrijven, toeleveranciers en eindbeleggers raakt. Het gevolg is dat de nieuwbouw van woningen in algehele zin zal stagneren, waardoor de Nederlandse economie een negatieve impuls te verwerken krijgt die omzetverlies, faillissementen, ontslagen en verwante stagnerende factoren met zich meebrengt.

Een belangrijke constatering is dat dit geldt voor zowel huur- als koopwoningen. Veel woningcomplexen worden immers middels een mix van middenhuur, koop en sociale huur gerealiseerd. Het wegvallen van een belegger die de huurwoningen in bulk afneemt betekent veelal dat het volledige project tot stilstand komt. Daar komt bij dat het programma lang niet altijd makkelijk kan worden aangepast naar volledige koop of sociale huur. Er ligt immers veelal een grondprijfsafpraak met de betreffende gemeente die is gebaseerd op de bestaande programmaverdeling. De ervaring leert dat aanpassing van een dergelijke afspraak lastig is en veel tijd vergt, wat tot een vertraging van enkele jaren kan leiden voor individuele nieuwbouwprojecten.

Verduurzaming en energietransitie

In zijn algemeenheid zal er bij effectuering van de scenario's nauwelijks tot geen kapitaal meer beschikbaar zijn voor verduurzamingsambities, wat betekent dat duurzaamheidsdoelstellingen niet kunnen worden gehaald en energiematregelen niet kunnen worden getroffen. Dit heeft ook negatieve gevolgen voor de woonbeleving en de servicekosten van de huurders, aangezien complexen, wanneer van toepassing, in een gedateerde en niet-duurzame staat blijven verkeren. Zoals eerder in dit rapport vastgesteld is het zelfs aannemelijk dat bij het tot realisatie komen van met name scenario 1 er op korte termijn zelfs geen geld en capaciteit meer beschikbaar is om aan het basisonderhoud van huurwoningen te voldoen, wat voor de huurders verstrekende gevolgen kan hebben.

Hoewel de mate waarin de investeringscapaciteit van woningcorporaties wordt aangetast niet specifiek is belicht in dit onderzoek, kan dit wel degelijk een rol spelen, vooral in de gevallen waarbij er gebruik is gemaakt van ROZ-contracten. Het eventuele terugdraaien van huurverhogingen van corporaties zou leiden tot kapitaalbeslag en inkomstenderving, waardoor er niet meer adequaat kan worden geïnvesteerd in de bestaande woningvoorraad. Dit betekent dat veel complexen in een verouderde, suboptimale en niet-duurzame staat zullen blijven, wat negatieve gevolgen heeft voor de woonbeleving en de servicekosten.

Zoals bij het berekenen van de terugbetalingsimpact in de eerste paragraaf van het tweede hoofdstuk reeds is vastgesteld zijn niet alle in de praktijk doorgevoerde huurverhogingen gebaseerd op het algemene huurbeding. Verbetering of verduurzaming van de woning kan eveneens een huurverhoging tot gevolg hebben. Deze is doorgaans met de huurders (al dan niet op VVE-niveau) afgestemd en valt derhalve buiten

de verhogingsscenario's. In de praktijk zal het echter voor zowel beleggers als huurders lastig blijken om deze verschillende typen huurverhogingen uit elkaar te houden. Dit zal, wanneer de gerechtelijke uitspraken standhouden, naar verwachting leiden tot een veelheid aan omvangrijke, complexe en langdurige procedures wat voor een lange periode van onzekerheid zal zorgen en veel capaciteit van zowel de rechterlijke macht als de partijen op de woningmarkt in beslag zal nemen.

Al met al zal de terugval in nieuwbouw en het gebrek aan investeringscapaciteit leiden tot een beperking van het woningaanbod, een verslechtering van de woonbeleving, hogere servicekosten en een verouderde woningvoorraad die niet voldoet aan hedendaagse woonbeleving en duurzaamheidsnormen en de energietransitie in de weg zal zitten.

Huurwoningaanbod

Wanneer één van de beperkingsscenario's werkelijkheid wordt zal de voorraad aan huurwoningen naar verwachting afnemen als gevolg van het – al dan niet gedwongen - uitpanden van woningen. De mate waarin dit gebeurt hangt uiteraard af van de mutatiegraden, beschikbaar kapitaal en in algemene zin de karakteristieken van de woningen. Naar inschatting van CBRE zou de voorraad aan vrije-sectorhuurwoningen echter kunnen afnemen met een snelheid die oploopt tot circa 5% per jaar.

Dit proces heeft ook invloed op de verhuisbereidheid van huurders, met name bewoners van panden met een teruggedraaide huurverhoging, wat we in hoofdstuk 2 hebben uitgelegd en tot uiting is gekomen in de aangepaste mutatiegraden voor de beide scenario's die in de vorige hoofdstukken zijn uitgewerkt. Deze afnemende mobiliteit zorgt er aan de ene kant voor dat woningzoekenden geen geschikte woning kunnen vinden, terwijl het aan de andere kant leidt tot 'functionele scheefwoning'. Dit zijn bewoners die puur om financiële redenen vasthouden aan hun woning met bevroren huurcontract, terwijl het wenselijk zou zijn om te verhuizen vanwege bijvoorbeeld functionaliteit, kwaliteit van leven en arbeidsmobiliteit. Hierdoor ontstaat een vergelijkbaar 'insider-outsider'-probleem zoals dat voorkomt in de gereguleerde sector, zij het zonder formele wachtlijsten.

Het gebrek aan verhuismogelijkheden zal een negatieve impact hebben op de arbeidsmobiliteit, en daarmee op de economie en de welvaart van Nederland. Dit moet tegen het licht worden gehouden van de vaak al aanzienlijke tekorten aan personeel waar vele sectoren in Nederland mee te kampen hebben. Daarnaast wordt het lastiger voor internationale studenten of arbeidsmigranten om huisvesting te vinden als gevolg van de afnemende beschikbaarheid van huurwoningen. Ook dit heeft niet alleen nadelige gevolgen voor hen, maar eveneens voor de innovatiekracht en economie van het land.

Een ander waarschijnlijk gevolg van deze ontwikkelingen is dat illegaliteit zal toenemen. Zeker op gewilde plekken (grote steden, universiteitssteden) zullen huurders zo lang mogelijk willen vasthouden aan hun bestaande huurcontracten en zullen proberen deze onder te verhuren om aan de vraag naar huisvesting te voldoen. Dit kan leiden tot een toename van illegale praktijken op het gebied van huisvesting.

Betaalbaarheid

Zoals in het vorige hoofdstuk gesteld zullen de koopwoningprijzen naar verwachting (gematigd) stijgen vanwege een combinatie van factoren, waaronder aanhoudende schaarste, gebrek aan nieuwbouw en een toenemende vraag vanuit de huursector. Dit heeft met name gevolgen voor jongere generaties die de komende jaren de woningmarkt betreden. Zij zijn vaak benadeeld ten opzichte van oudere generaties die al een huur- of koopwoning hebben. Vooral middeninkomens die nog niet kunnen of willen kopen, komen in de knel omdat zij ook niet in aanmerking komen voor sociale huurwoningen.

Voor de huurwoningmarkt gelden deze factoren nog veel sterker. De markthuren zullen fors stijgen en om de terugdraaiing van huurverhoging te compenseren zullen eigenaren waar en wanneer mogelijk de (markt)huren fors verhogen. Dit leidt tot een nog grotere betaalbaarheidsproblematiek dan welke reeds op dit moment in de maatschappij wordt geconstateerd.

De effecten die in het recente onderzoek van het Kadaster over opkoopbescherming zijn aangemerkt zullen zich derhalve versterken. Door nog hogere koopprijzen en huurprijzen kunnen op de vrije markt eigenlijk alleen de huishoudens die al bevoorrecht zijn een woning kopen of huren. Dit zijn huishoudens die bijvoorbeeld een woning met overwaarde kunnen verkopen, eigen geld kunnen inbrengen en/of een hoog salaris hebben. Vooral middeninkomens zonder mogelijkheden om te kopen komen hierdoor verder in de knel.

Samenvattend

Al met al kunnen we als conclusie van dit laatste hoofdstuk stellen dat het marktbreed terugdraaien en beperken van de jaarlijkse huurverhoging in de geliberaliseerde markt uitsluitend negatieve gevolgen heeft voor de woonconsument. De meest prangende problemen op de huidige woningmarkt, die vrijwel dagelijks het nieuws halen en zich richten op de beschikbaarheid en betaalbaarheid van woningen enerzijds en de noodzaak tot verduurzaming en energietransitie anderzijds, zullen alle negatief worden beïnvloed wanneer de in dit onderzoek geanalyseerde scenario's werkelijkheid worden.

CBRE B.V.

The Core

Anthony Fokkerweg 15

1059CM Amsterdam

www.cbre.nl

To learn more about CBRE Research or to access additional research reports, please visit the Global Research Gateway at cbre.com/research.

CBRE RESEARCH

This report was prepared by CBRE The Netherlands Research, which forms part of CBRE Research – a network of pre-eminent researchers who collaborate to provide real estate market research and econometric forecasting to real estate investors and occupiers around the globe.

Disclaimer:

All materials presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright and proprietary to CBRE. Information contained herein, including projections, has been obtained from materials and sources believed to be reliable at the date of publication. While we do not doubt its accuracy, we have not verified it and make no guarantee, warranty or representation about it. Readers are responsible for independently assessing the relevance, accuracy, completeness and currency of the information of this publication. This report is presented for information purposes only exclusively for CBRE clients and professionals, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or buy or subscribe for securities or other financial instruments. All rights to the material are reserved and none of the material, nor its content nor any copy of it, may be reproduced without prior written permission of CBRE.