Effecten laagconjunctuur en hoogconjunctuur
kabinet

Onderwerp
Doorrekening aanvullende economische scenario's voortdurende en eeuwigdurende erfpachtstelsel

Aan	Van	Datum
Gemeente Amsterdam	5.1.2e 5.1.2e	07.04.16

1. Inleiding
De gemeente heeft Rebel gevraagd inzicht te geven in het effect op beide erfpachtstelsels van een laagconjunctuur en een hoogconjunctuur in plaats van een langjarig gemiddelde verwachting. Hoewel dit niet realistisch is, is gevraagd om voor analysedoeleinden 100 jaar laagconjunctuur door te rekenen en 100 jaar hoogconjunctuur. Deze twee extremen geven inzicht hoe gevoelig of minder gevoelig eeuwigdurend is voor een dergelijk scenario ten opzichte van het voortdurende stelsel. Hieronder lichten we de uitgangspunten en resultaten toe. De focus daarbij ligt met name op de relatieve verschillen tussen beide stelsels. Uiteraard veranderen ook in absolute zin de canonopbrengsten voor de gemeente[1].

2. Uitgangspunten scenario's
We hanteren de volgende uitgangspunten:

	Basis	Laagconjunctuur	Hoogconjunctuur	Hoogconjunctuur
Rente reëel	2%	0%	2%	5%
CPI inflatie	2%	0%	5%	2%
BDB inflatie	2,25%	0,25%	5,25%	2,25%
Woningwaarde	2,25%	0,25%	5,25%	2,25%
Discontovoet	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%

- We hanteren voor de hoogconjunctuur twee scenario's omdat we zien dat de nominale rente die gangbaar is in de markt (reële rente + inflatie) en de inflatie niet eenduidig zijn gecorreleerd. In beide scenario's is de nominale rente 7%, maar de verhouding tussen de componenten reële rente en inflatie is anders. Dit is relevant omdat het tot andere uitkomsten leidt in het eeuwigdurende stelsel, onder andere omdat het voorstel is om op de reële rente een floor en een cap in te bouwen van 1% en 3%. De nominale rente van 7% en de verhouding tussen reële rente en inflatie baseren we op statistieken uit de jaren 70 en 80.
- Voor de laagconjunctuur gaan we uit van een reële rente en een inflatie van 0%, dat betekent langjarig geen groei. In een gevoeligheidsanalyse laten we het effect zien van een negatieve inflatie (deflatie).
- De BDB inflatie (inflatie over de kosten van een woning) en de woningwaarde (de ontwikkeling van de verkoopprijzen van woningen) zijn in alle scenario's net als in het basisscenario vastgesteld op de CPI-inflatie + 0,25%.
- De discontovoet laten we voor alle scenario's ongewijzigd op het langjarig gemiddelde. Enerzijds omdat het anders ingewikkeld wordt de scenario's onderling te vergelijken, anderzijds omdat op voorhand niet duidelijk is dat 100 jaar naar de toekomst toe sprake zal zijn van een laag- of hoogconjunctuur.

3. Resultaten

[1] Bij een hoge inflatie of hoge reëel rente zijn ook de canonopbrengsten hoger.

Rebel Strategy & Finance bv
Wijnhaven 23
3011 Rotterdam
T 010 275 59 95
F 010 275 59 99
info@rebelgroup.com
www.rebelgroup.com
KvK 56 67 43 76
IBAN: NL31 RABO 0175 4096 41

Laagconjunctuur

Bij een doorrekening over 100 jaar voor de bestaande rechten leidt een laagconjunctuur ten opzichte van het basisscenario tot de volgende resultaten.

Figuur 1: NWC van de canonopbrengsten van bestaande rechten over 100 jaar

	Basisscenario		Laagconjunctuur	
	Absoluut	Relatief	Absoluut	Relatief
Voortdurend	3.942	100%	1.341	100%
Eeuwigdurend	6.002	152%	2.698	201%
Verschil	2.060	52%	1.358	101%

Figuur 2: Canonpercentage (V = voortdurend, E = eeuwigdurend)

	Basisscenario		Laagconjunctuur		Laag zonder floor	
	V	E	V	E	V	E
Canonpercentage	4,30%	3,55%	0,30%	2,68%	0,30%	1,72%

Toelichting resultaten:

- In een laagconjunctuur wordt het verschil in opbrengsten voor de gemeente tussen het voortdurende en het eeuwigdurend stelsel relatief groter ten gunste van het eeuwigdurende stelsel (+101% in plaats van +52%). Dit wordt voornamelijk verklaard doordat in het eeuwigdurende stelsel een floor is ingebouwd bij de berekening van het canonpercentage op de reële rente van 1% terwijl de feitelijke rente 0% is. Het canonpercentage stijgt daardoor van 1,72% zonder floor naar 2,68% met floor. Zonder floor zou het relatieve verschil maar beperkt groter zijn (+59% in plaats van +52%).
- In de bijlage zijn de resultaten te zien van een gevoeligheidsanalyse op de inflatie en op de rente. Daaruit blijkt dat het scenario laagconjunctuur gevoeliger is voor wijzigingen in de rente dan wijzigingen in de inflatie. Dit komt wederom doordat in het eeuwigdurend stelsel de floor in de reële rente de opbrengsten 'kunstmatig' hoog houdt.
- Het voortdurende erfpachtstelsel is dus gevoeliger voor een laagconjunctuur omdat het canonpercentage bij een lage inflatie en een lage rente relatief lager wordt.

Hoogconjunctuur – hoge inflatie

Bij een doorrekening over 100 jaar voor de bestaande rechten leidt een hoogconjunctuur met hoge inflatie (5% in plaats van 2%) en een normale reële rente (2%, gelijk aan basisscenario) ten opzichte van het basisscenario tot de volgende resultaten.

Figuur 3: NWC van de canonopbrengsten van bestaande rechten over 100 jaar

	Basisscenario		Hoge inflatie (5%)	
NCW-100 jaar	**Absoluut**	**Relatief**	**Absoluut**	**Relatief**
Voortdurend	3.942	100%	22.816	100%
Eeuwigdurend	6.002	152%	22.620	99%
Verschil	2.060	52%	(196)	-1%

Figuur 4: Canonpercentage

	Basisscenario		Hoge inflatie (5%)	
	V	**E**	**V**	**E**
Canonpercentage	4,30%	3,55%	7,30%	3,45%

Toelichting resultaten:

- In de situatie met hoge inflatie wordt het verschil in opbrengsten voor de gemeente tussen het voortdurende en het eeuwigdurend stelsel relatief kleiner en zijn ze bij de gehanteerde uitgangspunten de opbrengsten nagenoeg gelijk aan elkaar (-1% in plaats van +52%). Dit komt omdat in het voortdurende stelsel de inflatie direct wordt doorvertaald in een hoger canonpercentage (van 4,30% naar 7,30%) terwijl in het eeuwigdurend stelsel het canonpercentage voor inflatie wordt gecorrigeerd en zelfs iets naar beneden gaat (van 3,55% naar 3,45%). Daardoor komen de stelsels dichter bij elkaar te liggen.
- In de bijlage zijn de resultaten te zien van een gevoeligheidsanalyse op de inflatie. Daaruit blijkt dat de uitkomst sterk gevoelig is voor de hoogte van de inflatie.
- Het voortdurende erfpachtstelsel is dus gevoeliger voor een hoge inflatie omdat het canonpercentage bij hoge inflatie relatief hoger wordt.

Hoogconjunctuur –hoge reële rente

Bij een doorrekening over 100 jaar voor de bestaande rechten leidt een situatie met een hoge reële rente (5% in plaats van 2%) ten opzichte van het basisscenario tot de volgende resultaten.

Figuur 5: NWC van de canonopbrengsten van bestaande rechten over 100 jaar

	Basisscenario		Hoogconjunctuur	
NCW-100 jaar	**Absoluut**	**Relatief**	**Absoluut**	**Relatief**
Voortdurend	3.942	100%	5.492	100%
Eeuwigdurend	6.002	152%	7.051	128%
Verschil	2.060	52%	1.559	28%

Figuur 6: Canonpercentage

	Basisscenario		Hoogconjunctuur		Hoog zonder cap	
	V	E	V	E	V	E
Canonpercentage	4,30%	3,55%	7,30%	4,45%	7,30%	6,21%

Toelichting resultaten:

- In de situatie met een hoge reële rente wordt het verschil in opbrengsten voor de gemeente tussen het voortdurende en het eeuwigdurend stelsel relatief kleiner (+28% in plaats van +52%). Dit wordt vooral veroorzaakt doordat een hogere rente in het eeuwigdurend scenario minder hard doorwerkt in het canonpercentage dan bij het voortdurend stelsel als gevolg van de cap die is ingebouwd bij 3%. Indien de cap wordt losgelaten dan wordt juist het verschil tussen beide stelsels groter en leidt het eeuwigdurende stelsel tot +69% meer inkomsten (in plaats van +52%).
- In de bijlage zijn de resultaten te zien van een gevoeligheidsanalyse op de rente. Daaruit blijkt dat de uitkomst gevoelig is voor de hoogte van de rente, maar minder dan voor de hoogte van de inflatie.
- Het voortdurende erfpachtstelsel is dus gevoeliger voor een hoge reële rente omdat het canonpercentage bij hoge reële rente (inclusief de cap van 3% die nu wordt voorgesteld) relatief hoger wordt.

4. Conclusies / samenvatting

Uit de door ons uitgevoerde analyses blijkt dat de uitkomsten zeer gevoelig zijn voor veranderende aannames ten aanzien van inflatie en reële rente. We kijken daarbij naar de relatieve verhouding tussen opbrengsten in het voortdurende versus het eeuwigdurende stelsel om te zien welk stelsel gevoeliger is voor wijzigende aannames.

Hoe hoger de CPI, hoe meer de opbrengsten in het voortdurende stelsel relatief stijgen voor de gemeente. Dit komt omdat een hogere CPI direct leidt tot een hoger canonpercentage, terwijl in het eeuwigdurende stelsel de canon juist lager wordt bij een hogere CPI. Hoe lager de CPI hoe minder opbrengsten relatief in het voortdurende stelsel.

Voor de reële rente geldt dat als die in een laag- of hoogconjunctuur buiten de floor van 1% komt of boven de cap van 3% dat het voortdurende stelsel gevoeliger is voor lage dan wel hoge rente. Dit komt omdat de opbrengsten in het eeuwigdurende stelsel vanwege de floor en de cap die zijn ingebouwd in de berekening van het canonpercentage een dempend effect hebben.

Tot slot willen we nog benoemen dat onze analyse uitgaat van een periode van 100 jaar met dezelfde uitgangspunten. Een tijdelijke hoog- of laagconjunctuur, bijvoorbeeld gedurende een periode van 5 of 10 jaar, kan ook een grote invloed hebben als die net valt in een periode waarin veel contracten een einde tijdvak hebben. Er zijn situaties denkbaar waarin het effect afwijkt van het algemene beeld wat uit dit memo naar voren komt.

Bijlage: gevoeligheidsanalyse

Tabel 7: gevoeligheidsanalyse in laagconjunctuur (uitkomsten bestaande rechten)

Laagconjunctuur	Relatieve extra opbrengst eeuwigdurende stelsel tov voortdurende stelsel
Basis: CPI 2%, reele rente 2%	+52%
CPI 0%, reele rente 0%	+101%
CPI -1%, reele rente 0%	+106%
CPI 1%, reele rente 0%	+89%
CPI 0%, reele rente -1%	+140%
CPI 0%, reele rente 1%	+74%

Tabel 8: gevoeligheidsanalyse in hoogconjunctuur (uitkomsten bestaande rechten)

Hoogconjunctuur	Relatieve extra opbrengst eeuwigdurende stelsel tov voortdurende stelsel
Basis: CPI 2%, reele rente 2%	+52%
CPI 4%, reele rente 2%	+16%
CPI 5%, reele rente 2%	-1%
CPI 6%, reele rente 2%	-15%
CPI 2%, reele rente 4%	+42%
CPI 2%, reele rente 5%	+28%
CPI 2%, reele rente 6%	+17%