

Analyse

Voldoende vraag, tekort aan kapitaal

Wie gaat de nieuwbouw van huurwoningen financieren?

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Voldoende vraag, tekort aan kapitaal. *Wie gaat de nieuwbouw van huurwoningen financieren?*

©2026 De Nederlandsche Bank N.V.

Auteurs: Niek de Meijer, Daniel Jonas Schmidt, Gerard Eijssink, Gerbert Hebbink, Dorinth van Dijk

Met dank aan collega's van DNB, en in het bijzonder Sophie Steins Bisschop, Coen Teulings, Jasper de Boer, René Rollingswier en Bob de Jonge. Ook danken we Johan Conijn, Marc Francke, Dirk Brounen en medewerkers van het CPB, Ministerie van Financiën, Ministerie van BZK en SEO Economisch Onderzoek voor nuttig commentaar. Alle overgebleven fouten zijn de onze.

Dank ook aan Pieter Jager en Rutger Bogaerds (StiVAD) voor toegang tot en ondersteuning bij de data.

Met de serie 'DNB Analyse' beoogt De Nederlandsche Bank inzicht te verschaffen in de analyses die DNB ten behoeve van actuele beleidsvraagstukken uitvoert. De tot uitdrukking gebrachte zienswijzen zijn voor rekening van de auteurs en komen niet noodzakelijkerwijs overeen met de officiële standpunten van De Nederlandsche Bank. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke andere wijze ook en evenmin in een retrieval system opgeslagen worden, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van De Nederlandsche Bank.

De Nederlandsche Bank N.V.

Postbus 98 1000 AB

Amsterdam

Website: www.dnb.nl

Email: info@dnb.nl

Samenvatting en aanbevelingen

Een goed functionerende woningmarkt is belangrijk voor een gezonde en stabiele economie.

Ontwikkelingen op de woningmarkt hebben gevolgen voor gezinnen, bedrijven en het financiële stelsel. Daarom onderzoekt De Nederlandsche Bank (DNB) als centrale bank en onafhankelijk economisch adviseur welke knelpunten zich op de woningmarkt voordoen en welk beleid kan bijdragen aan een beter functionerende woningmarkt.¹

Om de spanning op de woningmarkt terug te dringen moeten de komende jaren veel woningen worden gebouwd.

De Nederlandse bevolking blijft groeien, evenals het aantal huishoudens, terwijl er nu al meer woningzoekenden zijn dan beschikbare woningen. Daarmee is duidelijk dat er meer dan voldoende vraag naar woningen is. Daarom heeft het kabinet als doel om per jaar 100.000 nieuwe woningen te realiseren, waarvan twee derde bestaat uit betaalbare woningen en 30% uit sociale huur.

Bij de financiering van nieuwbouw heeft de overheid een minder grote rol dan voorheen.

Sinds de Tweede Wereldoorlog zijn hoge bouwambities gepaard gegaan met substantiële directe bouwsubsidies, in de jaren 80 oplopend tot circa 1,8% van het bbp, waardoor de overheid direct kon sturen op betaalbare woningbouw. Met de liberalisering in de decennia daarna nam deze directe financiële betrokkenheid af en verschoof de nadruk naar nieuwbouw door private partijen, die daarvoor ook meer ruimte kregen. De actuele situatie zit ergens tussen deze twee benaderingen in: de bouwambities zijn opnieuw hoog, terwijl de huidige bouwsubsidies slechts circa 0,1% van het bbp bedragen en de woningmarkt in toenemende mate wordt gereguleerd.² Zonder een terugkeer naar het historische niveau van publieke financiering, wat grote gevolgen zou hebben voor de overheidsbegroting, zijn de ambities voor woningbouw alleen haalbaar wanneer voldoende ruimte wordt geboden aan marktpartijen.

Private partijen spelen daarom een belangrijke rol bij het realiseren van de bouwambities.

De totale financieringsvraag voor de bouw van 100.000 woningen per jaar schatten wij op ongeveer €40 miljard. Ongeveer €6,4 miljard daarvan betreft financiering voor nieuwe private huurwoningen, dat wil zeggen huurwoningen buiten de corporatiesector. Deze analyse richt zich op de financiering van die private huurwoningen. Hoewel de private huursector in Nederland relatief klein is ten opzichte van de koop- en corporatiesector, vervult zij een belangrijke economische en maatschappelijke functie. De private huursector faciliteert de doorstroming van huishoudens tussen regio's en woningtypen en ondersteunt daarmee ook de werking van de arbeidsmarkt.

Nederlandse institutionele beleggers investeerden in 2025 zo'n €3,6 miljard in private huurwoningen.

Dat is ruim de helft van de geschatte financieringsbehoefte per jaar. Het gaat hierbij voornamelijk om Nederlandse pensioenfondsen. Voor hun investeringen wegen zij rendement en risico's af en kunnen daarbij ook maatschappelijke overwegingen betrekken. In een gestileerd rekenvoorbeeld laten we zien dat een grotere allocatie naar Nederlands vastgoed ten koste kan gaan van de risico-rendementsverhouding van pensioenfondsportefeuilles. Hoewel Nederlandse pensioenfondsen relatief veel kapitaal in de Nederlandse woningmarkt investeren, nemen zij naar verwachting niet alle benodigde additionele financiering voor hun rekening.

De resterende financiering moet dan van andere partijen komen, terwijl internationale investeerders zich hebben teruggetrokken uit de Nederlandse nieuwbouwmarkt.

¹ Voor een volledig overzicht van onze beleidsaanbevelingen voor de woningmarkt, zie de Box hieronder.

² Dit is exclusief de circa 2% van het bbp die de overheid in 2025 op andere manieren aan de woningmarkt uitgaf, bijvoorbeeld via de huurtoeslag (€5,9 miljard, ~0,5% bbp) of fiscale regelingen zoals de hypotheekrenteaftrek (€10 miljard, ~0,9% bbp).

huurwoningen zijn afgenomen van ongeveer €1,2 miljard in 2022 naar praktisch nul in 2025. Deze terugval hangt samen met een combinatie van factoren, waaronder hogere rentes, de afschaffing van het regime voor fiscale beleggingsinstellingen (FBI-regime) die in vastgoed beleggen, een hogere overdrachtsbelasting en huurprijsregulering. In voorbeeldberekeningen laten we zien dat deze stapeling de maximale biedprijs van buitenlandse beleggers verlaagt, waardoor nieuwbouwprojecten voor hen sneller niet meer rendabel zijn.

Tegelijkertijd trekken ook particuliere beleggers zich terug. Particuliere verhuurders bezitten een groot deel van de huurwoningvoorraad, maar dragen weinig bij aan de nieuwbouw. In 2024 en 2025 verdwenen circa 66.000 woningen uit de private huursector, mede doordat particuliere beleggers meer huurwoningen verkopen dan aankopen. Investeren in huurwoningen is de afgelopen jaren minder aantrekkelijk geworden door hogere rentes, wijzigingen in de belastingheffing (box 3) en strengere huurprijsregulering. De analyse laat zien hoe deze factoren de directe huurkasstromen van particuliere beleggers verlagen en hun waarderingen drukken. Daardoor wordt verkoop aan eigenaar-bewoners aantrekkelijker.

Om de nieuwbouwplannen voor private huurwoningen te realiseren, is een beter investeringsklimaat nodig. De huidige plannen vragen namelijk om meer publieke of private financiering dan vooralsnog te verwachten valt. De financiële rol van de overheid bij nieuwbouw is beperkt, terwijl Nederlandse institutionele beleggers de geschatte financieringsbehoefte waarschijnlijk niet volledig zullen dekken en internationale investeerders zich grotendeels hebben teruggetrokken. Tegelijkertijd zijn investeringen in huurwoningen voor particuliere beleggers minder aantrekkelijk geworden door een combinatie van hogere rentes en beleidswijzigingen. Een verbetering van het investeringsklimaat is daarom noodzakelijk om voldoende kapitaal aan te trekken voor de nieuwbouw van private huurwoningen. Dat kan als volgt:

1) Creëer meer beleidszekerheid op de lange termijn voor (internationale) beleggers. De haalbaarheid van nieuwbouwprojecten is sterk afhankelijk van de verwachte kasstromen van huurwoningen. Beleidsonzekerheid vergroot het risico dat toekomstige huurinkomsten of fiscale voorwaarden ongunstig veranderen, waardoor beleggers een hoger rendement eisen. Dit kan ertoe leiden dat investeerders projecten uitstellen totdat meer duidelijkheid bestaat over toekomstige regelgeving. Een voorspelbaar en stabiel regelgevend kader gedurende de investeringshorizon van beleggers kan daarom de vereiste risicopremie verlagen, de waarde van nieuwbouwprojecten verhogen en zo de beschikbaarheid van financiering voor nieuwbouw vergroten. Kondig eventuele beleidswijzigingen tijdig aan en veranker deze in een consistente langetermijnvisie op de huurwoningmarkt.

2) Dring bovenwettelijke gemeentelijke eisen terug en standaardiseer lokale regelgeving. Aanvullende lokale eisen aan de verdeling tussen sociale huur, middenhuur en vrijesectorwoningen kunnen de financiële haalbaarheid van nieuwbouw verslechteren als daar geen lagere grondprijzen, extra subsidies of andere vormen van compensatie tegenover staan. Bij beperkte publieke financiering vraagt het realiseren van hoge woningbouwambities daarom om voldoende ruimte voor marktpartijen om rendabele projecten te ontwikkelen. Spreek met gemeenten af dat zij aanvullende eisen aan woningbouwprogramma's beperken en voer landelijke betaalbaarheidseisen consistent uit. Minder en uniformere lokale eisen verkleinen de complexiteit van het nieuwbouwproces, verbeteren de investeringsprikkels en vergroten de kans dat nieuwbouwprojecten daadwerkelijk worden gerealiseerd.

3) Evalueer de Wet betaalbare huur op de effecten voor nieuwbouwfinanciering. De Wet betaalbare huur verlaagt de investeringswaarde van huurwoningen wanneer de regulering bindend is, waardoor nieuwbouw in sommige gevallen niet langer rendabel kan worden gefinancierd. Houd bij de evaluatie in 2027 daarom nadrukkelijk rekening met de investeringsbereidheid van beleggers en overweeg een zwaardere weging van de WOZ-waarde binnen het woningwaarderingssysteem (WWS). Dit kan belemmeringen voor investeringen verminderen, vooral in gebieden met hoge woningprijzen en een gespannen woningmarkt, het verkopen van huurwoningen (uitponden) beperken en tegelijkertijd excessieve huurprijzen voorkomen.

Met deze maatregelen kan een belangrijke stap worden gezet richting het realiseren van de woningbouwambities voor private huurwoningen. Tegelijkertijd blijft onzeker of zij op zichzelf voldoende zijn om alle benodigde financiering aan te trekken. Zo is het lastig te voorspellen onder welke omstandigheden buitenlandse beleggers weer substantieel in Nederland zullen investeren. Daarom is het belangrijk dat de bouwambities blijvend op haalbaarheid worden gemonitord. Maatregelen om de betaalbaarheid van huurwoningen te bevorderen kunnen het rendement op nieuwbouw beperken en daarmee de investeringsbereidheid beïnvloeden. Het realiseren van voldoende nieuwbouw, een betaalbare huurmarkt en voldoende investeringsprikkels vraagt daarom om een zorgvuldige afweging tussen deze doelstellingen.

Waarom houdt DNB zich bezig met de woningmarkt?

Ontwikkelingen op de woningmarkt zijn veelal bepalend voor hoe het in de economie gaat en kunnen soms grote gevolgen hebben, ook voor de gezondheid van het financiële stelsel. Daarom is het voor DNB belangrijk om een goed begrip te hebben van hoe de woningmarkt functioneert en welke vormen van marktfalen en andere verstoringen zich daarbij voordoen.

Het is duidelijk dat de woningmarkt voor grote uitdagingen staat. DNB benadrukt dat hiervoor een breed, gecoördineerd pakket aan maatregelen nodig is. Om de werking van de markt te verbeteren en verstoringen te verminderen, is het nodig dat vraag en aanbod beter op elkaar aansluiten. Dat vraagt om:

Aanbodkant: vergroten en efficiënter benutten van het woningaanbod

- Meer nieuwbouw en doelmatige nieuwbouwprocedures, vooral in gebieden met grote tekorten. Daarbij gaat het om procedures die een goede balans vinden tussen zorgvuldigheid en voortgang, zodat het aanbod tijdig kan inspelen op veranderingen in de vraag.
- Betere benutting van bestaande woningen. Denk aan het stimuleren van doorstroming, woningdelen en het tegengaan van leegstand.
- Terugdringen van knelpunten in de bouwsector, zoals stikstofregels, personeelstekorten en hoge bouwkosten.
- Een beter functionerende huurmarkt, die de druk op de koopmarkt kan verlichten.

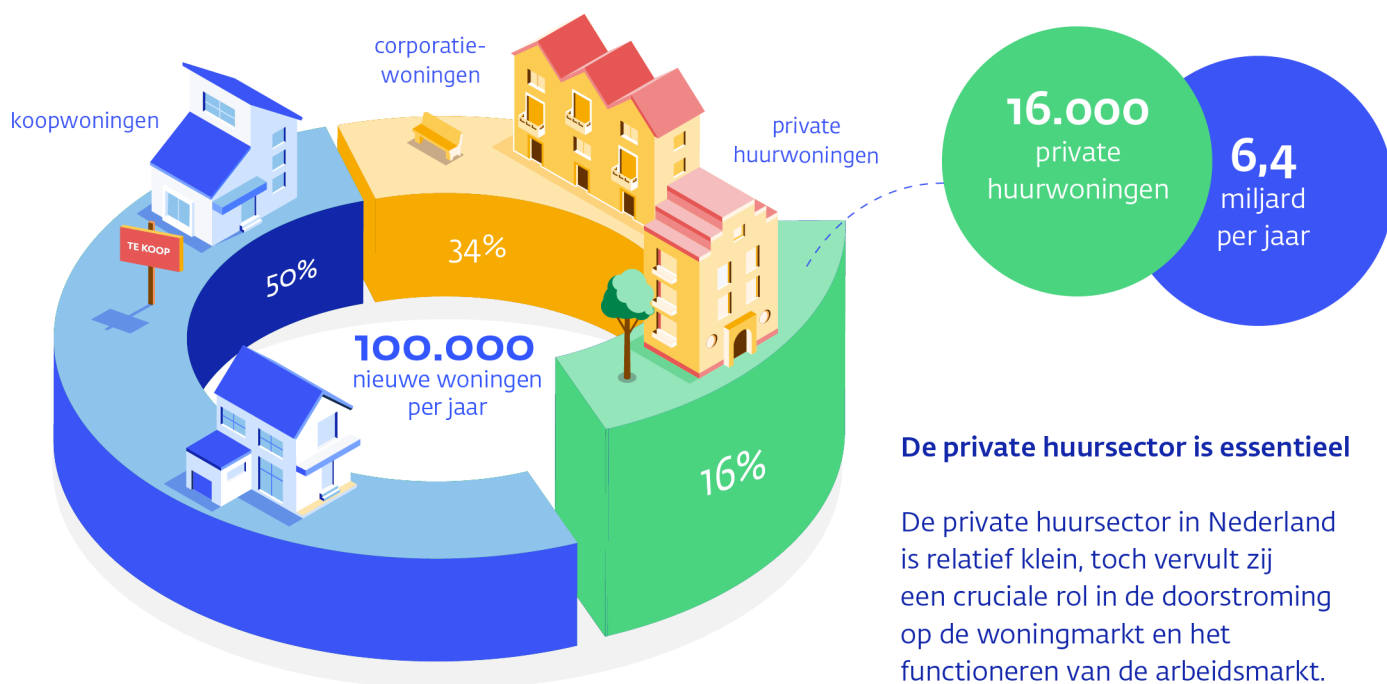
Vraagkant: beperken van vraagstimulerende maatregelen

- Versobering van fiscale bevoordeling van eigenwoningbezit. Hierdoor ontstaat een neutralere behandeling van koop- en huurwoningen, wat op termijn de aantrekkelijkheid van investeringen in huurwoningen kan vergroten.
- Beperking van startersleningen. Deze leningen vergroten de bestedingsruimte van een kleine groep, maar drijven de huizenprijzen op en verhogen het aanbod niet of nauwelijks.
- Minder vraagstimulering in het algemeen. Maatregelen die de koopkracht van huizenkopers vergroten, zoals belastingvoordelen of subsidies, maken huizen duurder zonder fundamenteel iets te doen aan de krappe woningmarkt.

Meer over de woningmarkt is te vinden op [De woningmarkt | De Nederlandsche Bank](#).

De bouw van 16.000 private huurwoningen per jaar. Wie gaan dat financieren?

Om de woningkrapte terug te dringen, wil het kabinet circa 100.000 woningen per jaar bouwen. DNB schat dat hiervoor ongeveer **€40 miljard** aan financiering per jaar nodig is. Tegelijkertijd zijn de bouwsubsidies sinds de jaren '80 gedaald van circa 1,8% van het bbp naar 0,1% van het bbp. Deze analyse richt zich op de financiering van private huurwoningen.



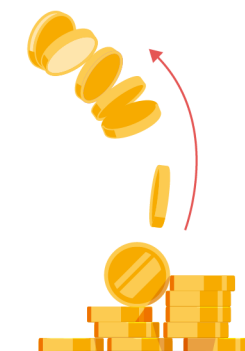
Pensioenfondsen en verzekeraars voorzien in ruim de helft van de financieringsbehoefte voor private huurwoningen.



Hoe worden de resterende woningen gefinancierd?

Buitenlandse en particuliere investeerders trekken zich terug

Buitenlandse beleggers financieren vrijwel geen Nederlandse nieuwbouw meer. Ook particuliere beleggers trekken zich terug.



Wat is er nodig?

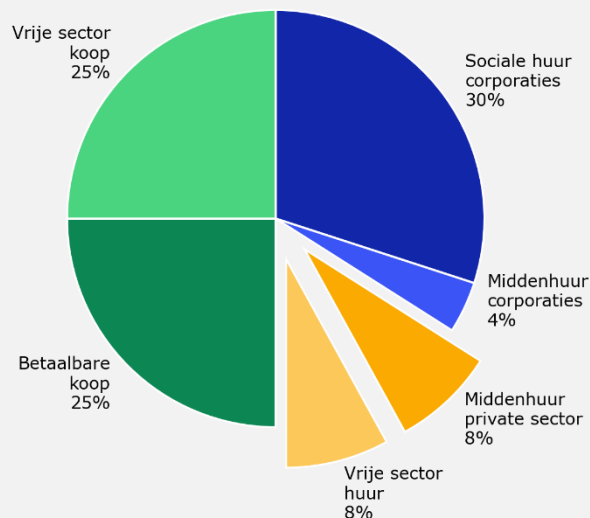
- ✓ Zorg voor langjarige beleidszekerheid.
- ✓ Beperk lokale aanvullende eisen en standaardiseer regelgeving.
- ✓ Evalueer de Wet betaalbare huur op de gevolgen voor nieuwbouwfinanciering.

1 Inleiding

Vanwege de toenemende spanning op de woningmarkt wil de overheid jaarlijks 100.000 nieuwe woningen realiseren.³ De verdeling van deze bouwopgave staat in Figuur 1.1. Twee derde van de woningen – zowel koop als huur – moet betaalbaar zijn voor mensen met een laag of middeninkomen. Daarnaast moet 30% van alle nieuwbouw bestaan uit sociale huur, zoals recent wettelijk is vastgelegd. Het kabinet streeft er bovendien naar dat 25% van de nieuwe woningen bestaat uit betaalbare koopwoningen.⁴ Op basis van deze doelstellingen resteert 12% van de bouwopgave voor nieuwe middenhuurwoningen. Uitgaande van de Nationale Prestatieafspraken 2024-2035 nemen we aan dat woningcorporaties hiervan 4 procentpunt realiseren.⁵ Daarmee resteert 8% van de totale bouwopgave voor middenhuurwoningen in de private sector. Verder nemen we aan dat de nieuwbouw van koopwoningen gelijk verdeeld is tussen betaalbare en vrije koopwoningen. Hierdoor resteert eveneens circa 8% van de totale bouwopgave voor nieuwe huurwoningen in de vrije sector.

Figuur 1.1 Beoogde nieuwbouw bestaat vooral uit koop- en corporatiewoningen en voor een kleiner deel uit private huurwoningen

Verdeling van de bouwopgave van 100.000 woningen per jaar



Noot: De totale bouwopgave van 100.000 woningen per jaar, waarvan twee derde betaalbaar, 30% sociale huur, 25% betaalbare koop is gebaseerd op beleidsdoelstellingen van het kabinet. De verdere uitsplitsing is gebaseerd op de Nationale Prestatieafspraken voor woningcorporaties en op de aanname dat in totaal 50% van de nieuwe woningen een koopwoning is. De woningbouwopgave omvat niet alleen nieuwbouw, maar ook toevoegingen via bijvoorbeeld transformatie van bestaand vastgoed en woningsplitsing.

Deze nieuwbouwopgave zal de komende jaren een substantiële inspanning vergen. Zo is er voldoende fysieke ruimte nodig, waaronder bouwlocaties en stikstofruimte. Op de arbeidsmarkt blijft de beschikbaarheid van voldoende geschikt personeel een knelpunt. In deze DNB Analyse kijken we naar de beschikbaarheid van voldoende financiering voor de beoogde nieuwbouw, met een focus op private huurwoningen. De verschillende

³ Voor de mate van spanning op de woningmarkt wordt het begrip woningtekort gebruikt. Dit is een statistisch begrip, gemeten als het verschil tussen het geschatte aantal huishoudens dat een zelfstandige woning zoekt (waaronder starters, immigranten) en het aantal beschikbare woningen (Ministerie van VRO, 2024).

⁴ Dit is respectievelijk vastgelegd in de [Wet Versterking regie volkshuisvesting \(1 juli 2026\)](#) en de [Beleidsbrief Minister van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening \(24 april 2026\)](#).

⁵ [Nationale Prestatieafspraken 2025-2035 | Rijksoverheid.nl](#)

segmenten in Figuur 1.1 hebben op hoofdlijnen elk hun eigen bron van financiering. Daarboven speelt ook de overheid een financiële rol bij nieuwbouw.

Particuliere koopwoningen worden gefinancierd met hypotheek en met eigen vermogen. De meeste huishoudens financieren hun eigen woning met een hypotheek, waardoor leennormen de nieuwbouw potentieel kunnen beperken. Als huishoudens die interesse hebben in een nieuwbouwwoning onvoldoende kunnen lenen om deze te financieren, kan dit de woningbouw afremmen (CPB, 2026). Leennormen kunnen via dit financieringseffect de nieuwbouw beperken, maar de mate waarin hangt af van de aanbodselasticiteit, die in Nederland relatief laag ligt (Favara & Imbs, 2015). Doordat huizenprijzen de afgelopen jaren sneller zijn gestegen dan inkomens, zoeken starters op de woningmarkt steeds vaker de grenzen op van wat zij mogen lenen (AFM & DNB, 2026). Voor doorstromers wordt de overwaarde van een eerdere woning juist steeds belangrijker (Sinninghe Damsté & Van der Drift, 2025). Daarnaast zien we een toename van schenkingen van (groot-)ouders, en wordt gebruikgemaakt van familiehypotheken voor de aanschaf van woningen (Ministerie van VRO, 2025a; Eijssink & Mastrogiacono, 2023).

Om de woningbouwdoelen in de corporatiesector te realiseren, zullen woningcorporaties hun investeringscapaciteit moeten vergroten. Dat is uitdagend, omdat de sector ook voor een grote renovatie- en verduurzamingsopgave staat. Tegelijkertijd is de exploitatie van huurwoningen verslechterd door stijgende onderhouds- en bedrijfslasten, terwijl de huurinkomsten slechts beperkt groeien (Autoriteit Woningcorporaties, 2026; Finance Ideas, 2024). De Autoriteit Woningcorporaties (Aw) constateert dat corporaties, bij ongewijzigd beleid, niet in staat zullen zijn om de afgesproken bouw- en verduurzamingsopgaven te realiseren. Een van de oplossingsrichtingen die de Aw aandraagt, is corporaties meer mogelijkheden te geven om huren in lijn te brengen met de kosten van woningen. Ook binnen de huidige mogelijkheden bestaat echter ruimte om huren beter in overeenstemming te brengen met de kosten van woningen. Zo heeft ongeveer een kwart van de sociale huurders een inkomen boven de lage inkomensgrens voor de inkomensafhankelijke huurverhoging (Biesenbeek & Rupert, 2025). In hoeverre dergelijke huurverhogingen kunnen bijdragen aan het verkleinen van de financieringskloof voor de bouw- en verduurzamingsopgaven is echter onduidelijk en valt buiten de reikwijdte van deze analyse.

Deze analyse focust op de financieringsvraag achter de bouw van private huurwoningen. Dat wil zeggen de bouw van huurwoningen door partijen anders dan woningcorporaties. We kiezen voor deze focus omdat de beschikbare data ons momenteel in staat stellen om vooral voor deze sector nieuwe inzichten toe te voegen. Daarnaast vervult de private huursector ook een belangrijke economische en maatschappelijke functie, ondanks dat de sector relatief klein is ten opzichte van de koop- en corporatiesector. De private huursector faciliteert namelijk de doorstroming op de woningmarkt en ondersteunt daarmee ook de werking van de arbeidsmarkt (Biesenbeek, 2025).

De realisatie van deze opgave vergt financiering door private investeerders van jaarlijks ongeveer €6,4 miljard. De gewenste jaarlijkse nieuwbouw door private investeerders bedraagt circa 16.000 huurwoningen: 8.000 middenhuurwoningen en 8.000 vrije-sectorwoningen. Deze bouwopgave houdt rekening met de verwachting dat de komende jaren ongeveer 100.000 (midden)huurwoningen worden uitgepand (SEO, 2025; ABF, 2025). Uitgaande van een indicatieve kostprijs van circa €340.000 per middenhuurwoning en €470.000 per vrije-sectorwoning komt de jaarlijkse investeringsopgave voor private investeerders uit op

ongeveer €6,4 miljard.⁶ Dit zijn indicatieve bedragen die in de praktijk kunnen fluctueren, bijvoorbeeld doordat de uiteindelijke kostprijzen afhangen van onderhandelingen tussen vastgoedontwikkelaars, investeerders, gemeenten en andere betrokken partijen.

De verdere opbouw van deze DNB Analyse is als volgt. Hoofdstuk 2 beschrijft de historische rol van de overheid bij de financiering van nieuwbouw. Daaruit blijkt dat ambitieuze woningbouwdoelstellingen in het verleden vaak direct werden ondersteund met substantiële publieke financiering. Als de overheid beperkt is in het beschikbaar stellen van zulke financiering, kunnen zulke ambities alleen worden verwezenlijkt wanneer voldoende ruimte wordt geboden aan marktpartijen. Hoofdstuk 3 laat vervolgens zien dat de financiering daarom grofweg moet komen van drie soorten investeerders: 1) Nederlandse institutionele beleggers, met name pensioenfondsen; 2) internationale beleggers; en 3) particuliere beleggers. Recente macro-economische en beleidsontwikkelingen zorgen er echter voor dat Nederlandse huurwoningen minder aantrekkelijk worden voor investeerders. Hoofdstuk 3 doet daarom een poging te kwantificeren wat deze ontwikkelingen betekenen voor deze drie typen investeerders en wat dit doet voor hun bereidheid om te investeren in Nederlandse huurwoningen.

Box 1: Hoe betaalbaarheidseisen bepalen of een woningbouwproject rendabel is

Gemeenten en het Rijk sturen bij nieuwbouw vaak aan op betaalbaarheidseisen, bijvoorbeeld door minimumaandelen sociale huur en middenhuur voor te schrijven. Deze eisen beïnvloeden zowel het aandeel betaalbare woningen in een project als de potentiële opbrengsten van dat project. Het rekenvoorbeeld in deze box laat zien hoe zulke betaalbaarheidseisen doorwerken in de financiële haalbaarheid van nieuwe huurwoningen. We gaan uit van een fictieve uitleglocatie bij Utrecht, omdat bouwkosten per regio verschillen en het Bouwkostenkompas daarom een locatie vereist. Utrecht is gekozen vanwege de hoge verwachte bevolkingsgroei tot 2035 (CBS & PBL, 2022) en de relatief grote vraag naar middenhuur. Het voorbeeld is illustratief en verwijst niet naar een werkelijk woningbouwproject in de gemeente Utrecht.

Om het effect van betaalbaarheidseisen op de financiële haalbaarheid van woningbouw inzichtelijk te maken, vergelijken we drie woningbouwprojecten met verschillende aandelen sociale huur, middenhuur en vrije huur. De onderscheiden woningmarktsegmenten verschillen in huurinkomsten, marktwaarden en bouwkosten. Het gaat om luxere vrijesectorappartementen van 95 m² met € 2.000 maandhuur of een marktwaarde van € 480.000, middenhuurappartementen van 85 m² met € 1.000 gereguleerde maandhuur, en sociale huurappartementen van 85 m² met € 750 corporatiehuur. Voor de bouwkosten gebruiken we kengetallen uit het Bouwkostenkompas die het best aansluiten bij deze segmenten.

De opbrengstwaarde geeft weer hoeveel verkoopopbrengst een woning in dit rekenvoorbeeld aan het project toevoegt. Voor middenhuur en vrije sector is dit de jaarlijkse huur gedeeld door het brutoaanvangsrendement. Voor sociale huur gebruiken we niet de gekapitaliseerde huurwaarde van € 180.000, maar een veronderstelde aankoopprijs van € 230.000 per woning: tussen de huurwaarde en de kostprijs van € 271.745. Daarmee nemen we mee dat corporaties in praktijk een deel van de onrendabele top zelf dragen.

⁶ De veronderstelde kostprijs van sociale- en middenhuurwoningen is gebaseerd op de beantwoording van Kamervragen door het Ministerie van VRO (2025b). Voor vrije-sectorhuurwoningen is uitgegaan van de gemiddelde verkoopprijs van een nieuwbouwoopwoning in 2025K4 (€520.000), gecorrigeerd voor een leegwaarderatio van 90% voor verhuurde woningen. Op basis van deze kostprijzen en de bouwopgave zoals weergegeven in Figuur 1.1 komen we op de genoemde totale financieringsvraag van ongeveer €40 miljard. Dit zijn indicatieve schattingen.

Segment	Woon-oppervlak	Maandhuur	Jaarhuur	Brutoaanvangs-rendement	Opbrengst-waarde	Kosten	Financieel saldo
Sociale huur	85 m ²	€ 750	€ 9.000	5%	€ 230.000	€ 271.745	€ -41.745
Middenhuur	85 m ²	€ 1.000	€ 12.000	5%	€ 240.000	€ 282.030	€ -42.030
Vrije sector	95 m ²	€ 2.000	€ 24.000	5%	€ 480.000	€ 315.210	€ 164.790

De drie voorbeeldprojecten verschillen alleen in de verdeling van woningtypen. Project 1 bestaat uit 35% sociale huur, 35% middenhuur en 30% vrije sector, en sluit daarmee grofweg aan bij de landelijke ambitie van twee derde betaalbare woningen. Project 2 volgt de 40-40-20-verdeling die bijvoorbeeld Amsterdam gebruikt voor nieuwbouwprojecten. Project 3 bevat 50% vrije sector, 20% middenhuur en 30% sociale huur. Deze gekozen verdelingen zijn illustratief.

Om het effect van de betaalbaarheidseisen te isoleren, houden we de grondprijs in alle projecten gelijk. In werkelijkheid wordt de grondwaarde vaak residueel bepaald: wat voor grond kan worden betaald, volgt uit de verwachte opbrengsten minus bouwkosten, bijkomende kosten en het vereiste rendement. Omdat bouwkosten op korte termijn grotendeels vastliggen, vertaalt een groter aandeel sociale huur of middenhuur binnen een project zich vooral in een lagere residuele grondwaarde. Als beleid pas na de grondaankoop verandert, kan de betaalde grondprijs niet meer meebewegen. Dan kan een negatief exploitatiesaldo ontstaan en wordt uitstel van ontwikkeling aantrekkelijker.

Segment	Project 1		Project 2		Project 3	
	Aantal eenheden	Financieel saldo (€)	Aantal eenheden	Financieel saldo (€)	Aantal eenheden	Financieel saldo (€)
Sociale huur	35	€ -1.461.075	40	€ -1.669.800	30	€ -1.252.350
Middenhuur	35	€ -1.471.050	40	€ -1.681.200	20	€ -840.600
Vrije sector	30	€ 4.943.700	20	€ 3.295.800	50	€ 8.239.500
Totaal	100	€ 2.011.575	100	€ -55.200	100	€ 6.146.550

De tabel hierboven laat zien dat met name het aandeel vrije-sectorwoningen bepalend is voor de financiële haalbaarheid van een project. In project 1 worden de verliezen op sociale huur en middenhuur gecompenseerd door de opbrengsten uit de vrije sector, waardoor per saldo een positief resultaat van ruim € 2 miljoen resteert. Project 2 kent een groter aandeel gereguleerde huurwoningen en komt daardoor uit op een licht negatief saldo. Zonder aanpassingen in kosten, grondprijs, subsidies of woningprogramma is realisatie van een dergelijk project daarom minder waarschijnlijk. Project 3 behaalt door het grotere aandeel vrije-sectorwoningen het hoogste positieve saldo en heeft daarmee de grootste kans op realisatie.

Strengere betaalbaarheidseisen verkleinen daardoor de kans dat een woningbouwproject daadwerkelijk wordt gerealiseerd. Meer betaalbare woningen drukken het financiële saldo, voor zover het verschil niet door de onrendabele top die corporaties dragen, lagere grondprijzen of subsidies wordt opgevangen. Een hoger aandeel vrije-sectorwoningen vergroot de realisatiekans maar levert minder betaalbare woningen op. Als een lager saldo niet via een lagere grondprijs kan worden verwerkt, kan nieuwbouw worden uitgesteld of niet doorgaan totdat opbrengsten voldoende zijn gestegen om de resterende verliezen op betaalbare woningen te compenseren.

2 De rol van de overheid bij nieuwbouw

De Nederlandse overheid speelt een belangrijke rol in de woningbouw, zowel via regelgeving en ruimtelijke ordening als via financiële instrumenten. Dit hoofdstuk beschrijft hoe die financiële rol, in het bijzonder via directe bouwsubsidies, zich sinds de Tweede Wereldoorlog heeft ontwikkeld. Dit laat zien dat als de overheid beperkt is in het beschikbaar stellen van publieke financiering, ambitieuze woningbouwdoelstellingen alleen kunnen worden verwezenlijkt wanneer voldoende ruimte wordt geboden aan marktwerking.

2.1 Financiële rol in historisch perspectief⁷

De geschiedenis van de nieuwbouw in Nederland kent verschillende golfbewegingen van financiële betrokkenheid van de overheid. Sinds 1945 zijn daarin grofweg drie perioden te onderscheiden. De exacte afbakening blijft enigszins arbitrair, maar de perioden tot eind jaren 80, van de jaren 80 tot omstreeks 2020, en de periode daarna verschillen duidelijk van elkaar. Tot eind jaren 80 was sprake van substantiële publieke financiering van de nieuwbouw, waardoor de overheid direct kon sturen op zowel betaalbare huisvesting als bouwproductie. Met de liberalisering in de decennia daarna nam deze directe financiële betrokkenheid af en verschoof de nadruk naar nieuwbouw door private partijen, die daarvoor ook meer ruimte kregen. De actuele situatie zit daar ergens tussenin, met beperkte directe publieke financiering terwijl zowel de huur- als koopmarkt in toenemende mate gereguleerd wordt.

We richten ons op directe subsidies voor nieuwbouw, terwijl de financiële betrokkenheid van de overheid bij de woningmarkt breder is. Voor nieuwbouw gaat het naast directe bouwsubsidies om impliciete vormen van ondersteuning (zie Box 2). Daarnaast is de overheid financieel betrokken bij de bredere woningmarkt, bijvoorbeeld via de huurtoeslag en fiscale regelingen zoals de hypotheekrenteaftrek, wat ook invloed kan hebben op de nieuwbouw. Hoewel deze betrokkenheid substantieel is — zo gaf de overheid in 2025 circa €5,9 miljard uit aan huurtoeslag (~0,5% bbp) en circa €10 miljard aan hypotheekrenteaftrek (~0,9% bbp) — beperkt dit hoofdstuk zich tot de directe subsidiëring van nieuwbouw.

2.1.1 Publieke financiering en sturing (vanaf 1945 – eind jaren 80)

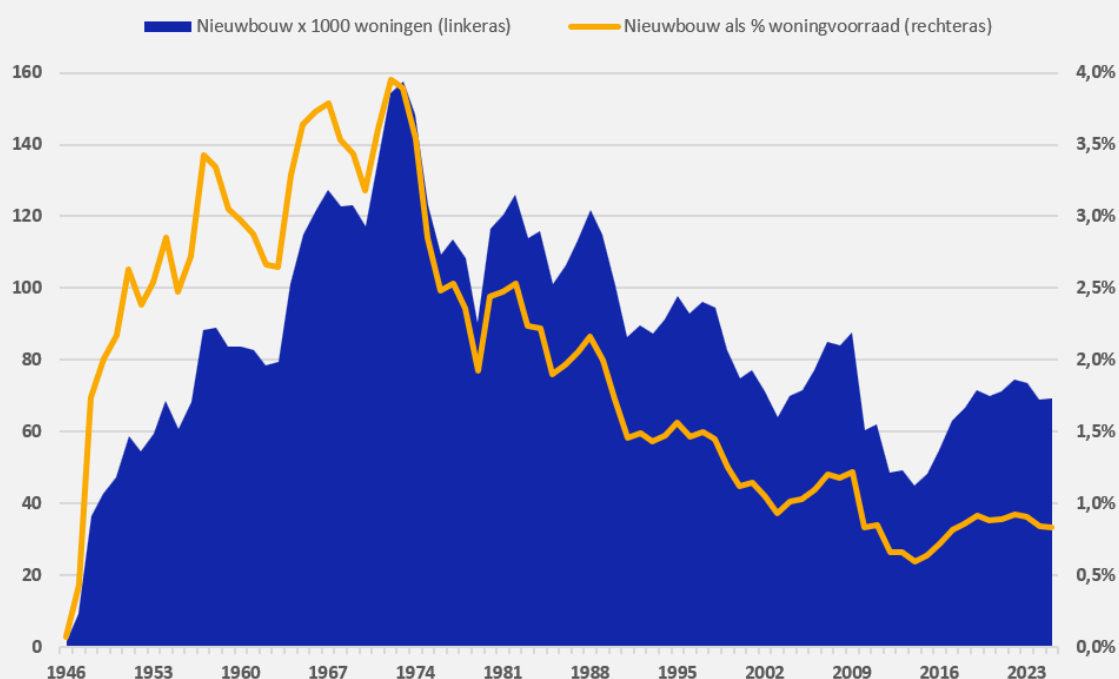
Het nijpende woningtekort na de Tweede Wereldoorlog zorgt ervoor dat de overheid een centrale rol gaat spelen in de nieuwbouw. De private bouw lag vrijwel stil, waardoor de Rijksoverheid sterk leunde op gemeentelijke woningbedrijven en toegelaten woningbouwverenigingen. De bevoegdheid om subsidies te verstrekken voor de wederopbouw, vastgelegd in de Wederopbouwwet uit 1950 en later de Woningwet uit 1962, ontwikkelde zich al snel tot een algemeen subsidie-instrument voor de volkshuisvesting (Ministerie van VROM, 1994). Doordat de overheid in 1950 de huurprijzen bevroor, was een sluitende exploitatie van de nieuwbouw door woningbouwverenigingen – gefinancierd met Rijksleningen tegen kostprijs – zonder directe subsidies niet mogelijk. In de jaren 50 en 60 bouwden gemeenten en woningbouwverenigingen veel van zulke woningwetwoningen, gebonden aan strenge bouwnormen. Tegelijkertijd voerde het Rijk premiereregelingen in voor bouw door particulieren, eerst voor huurwoningen en vanaf 1956 voor koopwoningen. De jaren daarna groeide de private bouw, al bleef deze nog lang afhankelijk van publieke subsidies (zie Figuur 2.1 en 2.2). Het woningtekort nam af, maar bleef groot (CBS, 2025a).⁸

⁷ Tenzij anders vermeld, is deze paragraaf gebaseerd op de Canon Volkshuisvesting, Ministerie van VROM (1994) en CBS (2025a).

⁸ Bij de algemene volkstelling en woningtelling van 1947 werd het woningtekort vastgesteld op 272 duizend woningen (12,8%). Bij de daaropvolgende woningtelling in 1956 was dit tekort afgenomen tot 247 duizend woningen (9,7%).

Figuur 2.1 De nieuwbouw piekt tijdens en na wederopbouw en daalt daarna structureel, zowel in absolute aantallen als in percentage van de woningvoorraad

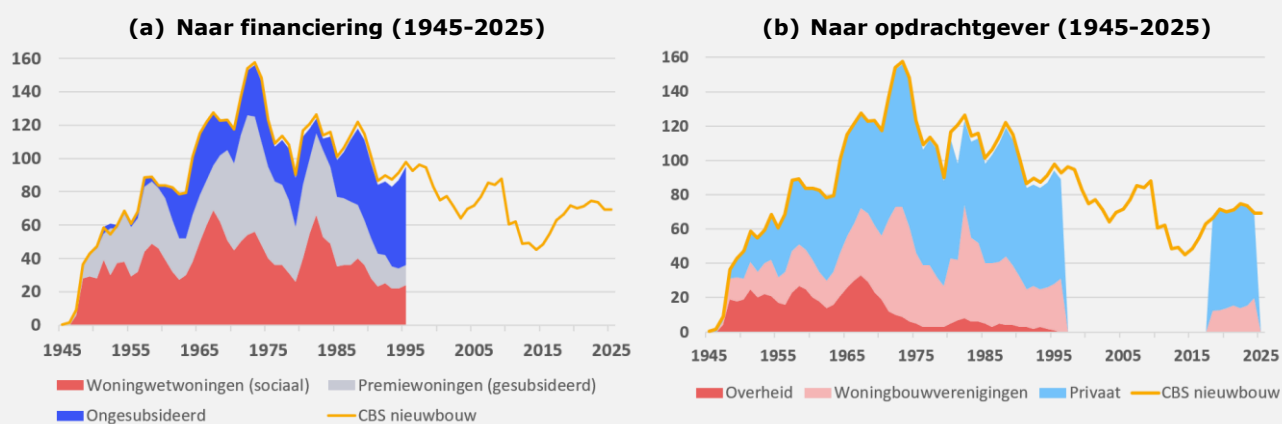
Nieuwbouwproductie in absolute aantallen en als percentage van de woningvoorraad (1946 - 2025)



Bron: CBS

Figuur 2.2 Verschuiving van publieke naar private, ongesubsidieerde nieuwbouw

Historische onderverdeling van nieuwbouwproductie naar financiering en opdrachtgever



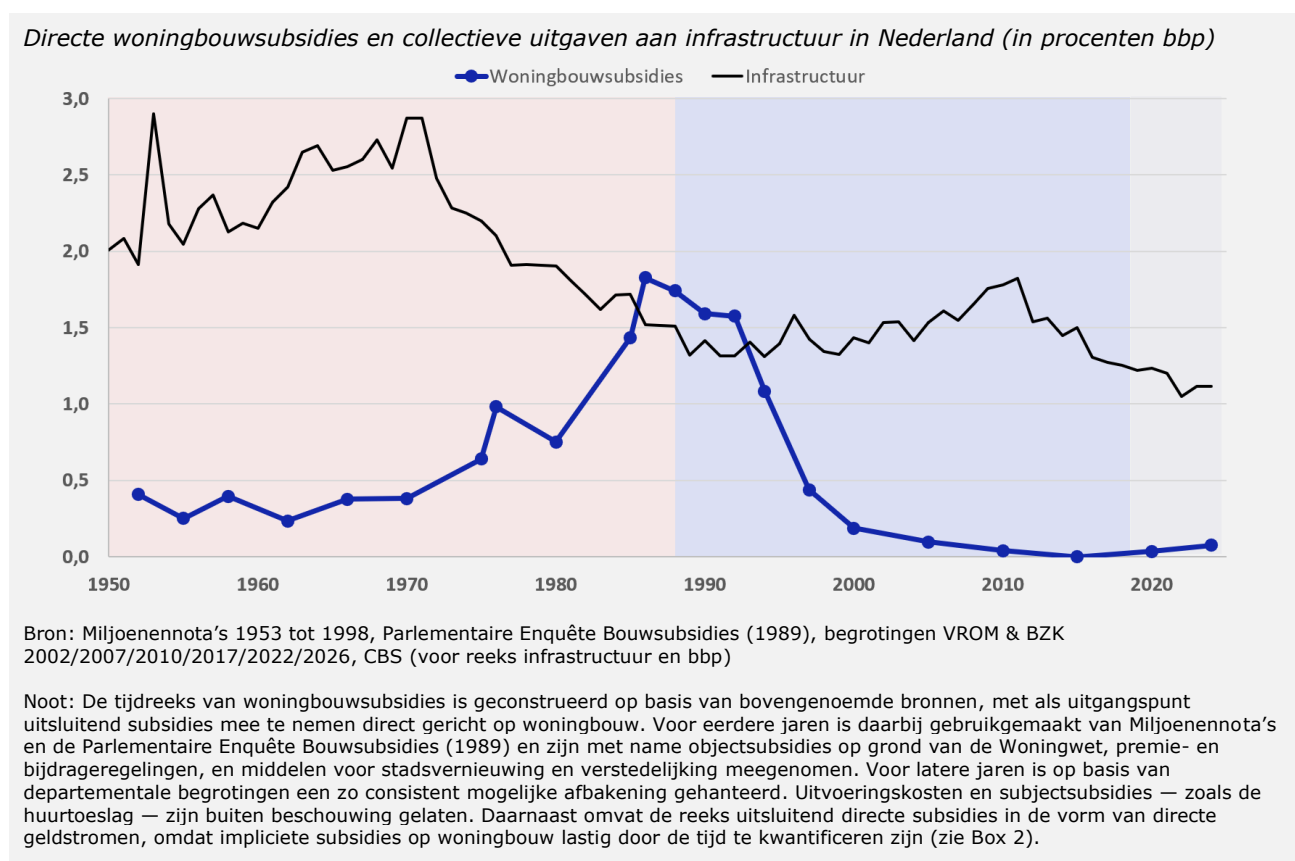
Bron: CBS

Noot: De historische reeksen met uitsplitsing naar financiering en opdrachtgever lopen tot en met 1995. Voor de periode vanaf 2018 zijn nieuwe cijfers beschikbaar voor eigenaarschap. De definities hoeven niet exact overeen te komen.

In de jaren 70 en 80 nam de financiële betrokkenheid van de overheid bij de nieuwbouw sterk toe.

De Woningwet uit 1962 had al de juridische basis gelegd voor grootschalige objectsubsidiering en minister Bogaers (1963 – 1966) wist met actief overheidsbeleid de woningproductie op te voeren tot 100.000 woningen per jaar. Centraal daarin stond het al langer bestaande uitgangspunt van kostendekkende huur, waarbij het Rijk het verschil subsidieerde tussen de betaalbaar geachte en kostendekkende huur. Dit beleid kreeg verder gestalte in de *Nota Huur- en Subsidiebeleid 1974* van minister Gruijters, waarmee het dynamische kostprijshuursysteem werd geïntroduceerd. Het Rijk stelde daarbij de maximale huurstijgingen vast op basis van een woningwaarderingstelsel en garandeerde gedurende vijftig jaar een zeker rendement aan zowel woningbouwverenigingen als particulieren. Op die manier werden de nieuwbouwambities financieel geborgd en de huren betaalbaar gehouden, maar werden publieke uitgaven direct afhankelijk van rente- en inflatieontwikkelingen. In die periode nam ook het aantal directe subsidieregelingen sterk toe: van zeven in 1968 naar dertig in 1984 (Ministerie van VROM, 1994, p. 112).

Figuur 2.3 Vroeger was financiële rol van de overheid bij nieuwbouw veel groter



Het niveau van directe woningbouwsubsidies liep eind jaren 80 op tot 1,8% van het bbp, wat nu zou neerkomen op ruim €21 miljard. Figuur 2.3 laat het historische verloop zien van deze subsidies. De oploep aan subsidies kwam voornamelijk door een sterke stijging van de rente, van circa 4% in 1953 naar 10,5% in 1980, waardoor de exploitatiekosten van huurwoningen opliepen (Conijn, 1980). Tegelijkertijd bleef de ruimte om de reële huren te verhogen beperkt door de economische omstandigheden met hoge inflatie als gevolg van

de oliecrises. Hierdoor ontstonden grotere verschillen tussen de kostendeekkende en feitelijke huur, die door de overheid werden bijgepast. In deze periode werd naar schatting zo'n 90% van de woningproductie door de overheid gesubsidieerd (Neuteboom & Van der Heijden, 2005; PBL, 2007).

Eind jaren 80 begon de mate waarin de overheid zich financieel mengde in de volkshuisvesting te veranderen. Voor het eerst sinds de Tweede Wereldoorlog nam de woningnood af. Tegelijkertijd was de volkshuisvestingsbegroting sterk gegroeid en nam de druk toe om daarin te snijden. In de voorafgaande decennia waren de collectieve overheidsuitgaven opgelopen tot bijna 60% van het bbp, terwijl het begrotingstekort schommelde tussen de 4,5% en 5% en de overheidsschuld sterk steeg (CPB, 2023). Daarnaast werd het door toenemende differentiatie van de woningmarkt steeds moeilijker om met succes centraal aangestuurd landelijk woningbouwbeleid te voeren, ondanks de groeiende complexiteit van dat beleid (Priemus, 1988). De Parlementaire Enquête Bouwsubsidies (1986-1988, rapport in 1989) liet zien dat het financieel management tekortschoot, en betekende een afrekening met het beleid uit de Nota *Huur- en Subsidiebeleid 1974*. In 1988 verscheen de Ontwerpnota *volkshuisvesting in de jaren negentig* van staatssecretaris Heerma, die het begin markeerde van een terugtrekkende rol van de overheid in de volkshuisvesting en nieuwbouw.

Box 2: Impliciete subsidies op nieuwbouw

In deze historische analyse worden alleen directe bouwsubsidies gekwantificeerd, maar ook impliciete subsidies op woningbouw zijn van belang. Deze zijn omvangrijk, en zorgen ervoor dat de overheid een belangrijke rol blijft spelen in de financiële voorwaarden voor woningbouw. Ze zijn echter minder zichtbaar in begrotingen en daarom lastig door de tijd te kwantificeren.

Belangrijke vormen van impliciete subsidies op nieuwbouw zijn:

- **Grondprijzen:** Gemeenten verkochten bouwgrond voor sociale en private woningbouw regelmatig onder de marktwaarde, om projectontwikkeling — en met name betaalbare woningbouw — mogelijk te maken. Vóór de afschaffing van de objectsubsidies hanteerde het Rijk namelijk een maximum voor grondprijzen, om te voorkomen dat subsidies indirect zouden weglekken naar gemeenten (Van Leuvenstein & Shestalova, 2006). Tegenwoordig is ook nog steeds sprake van impliciete subsidiering via grondprijzen als wordt uitgegaan van marktconforme parameters voor de waardering van die grond (Matthijssse, Buitelaar & Eskinasi, 2012). Duidelijk is ook dat eerder in de nieuwbouwketen de herbestemming van grond door de overheid leidt tot planbaten, waarvan met name grondeigenaren en projectontwikkelaars profiteren (De Meijer & Hebbink, 2025).

- **Publieke voorzieningen:** Kosten voor infrastructuur en gebiedsontwikkeling, zoals openbare ruimte, groenvoorzieningen, wegen en riolering, worden in belangrijke mate gedragen door gemeenten en provincies en slechts gedeeltelijk verhaald op ontwikkelaars. Zie Figuur 2.3 voor het historische verloop van deze kosten. Ook wordt bewonersparkeren impliciet gesubsidieerd, doordat de tarieven voor parkeervergunningen geen afspiegeling vormen van de waarde van de schaarse ruimte die parkeren inneemt (Teulings, 2025).

- **Risicodragende garanties:** De overheid dekt risico's af via de Nationale Hypotheek Garantie (NHG) of borging van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW), wat de financieringskosten van eigenaren-bewoners en woningcorporaties drukt. In 2015 is becijferd dat het stelsel van WSW-borging in de sociale huursector leidt tot een rentevoordeel voor woningcorporaties van gemiddeld circa tachtig basispunten (Veenstra & Van Ommeren, 2015). Vanaf 2028 zal deze borging ook gaan gelden voor het middenhuursegment (Kamerbrief, 8 juli 2026).

2.1.2 Terugtrekende overheid en liberalisering (eind jaren 80 – omstreeks 2020)

Met liberalisering, decentralisatie en verzelfstandiging van woningcorporaties trad de overheid in de jaren 90 terug van de nieuwbouw. Onder staatssecretaris Heerma werd ingezet op het afbouwen van de kostbare objectsubsidies, waarbij hogere huurstijgingen werden toegestaan om de exploitatie van nieuwbouw sluitend te houden. Ook werd in 1988 het dynamische kostprijshuursysteem afgeschaft en vervangen door een normkostensysteem, waarbij rentefluctuaties werden uitgesloten en soberder, doelmatiger bouwen de norm werd. Het volkshuisvestingsbeleid werd vervolgens verder gedecentraliseerd, doordat het Rijk in 1991/1992 helemaal afstapte van het garanderen van sluitende nieuwbouwexploitaties en voortaan vooraf een lumpsumbedrag aan gemeenten toekende. Daarmee werden corporaties en gemeenten zelf verantwoordelijk voor het financieel rond krijgen van nieuwbouwprojecten (PBL, 2006). Parallel hieraan werden woningcorporaties in 1995 via de bruteringsoperatie verzelfstandigd, waardoor zij meer beleidsvrijheid kregen maar ook zelf de financiële risico's van hun investeringen moesten dragen. En doordat het verschil tussen de kostendekkende en feitelijke huur geleidelijk opliep, werden zij geconfronteerd met steeds grotere verliezen op nieuwbouw (de onrendabele top). Ook eindigde in 1995 het premiekoopwoningenprogramma. Per saldo namen de publieke financiering en directe sturingsmogelijkheden van de Rijksoverheid sterk af, maar daar tegenover kwam ruimte voor de markt (zie Figuur 2.3).

In 2010 waren de directe woningbouwsubsidies teruggelopen tot vrijwel nihil. In de jaren 90 en 2000 verschoof de rol van de overheid bij nieuwbouw naar ruimtelijke ordening via convenanten en publiek-private samenwerking, waarbij in Vinex-wijken werd gestreefd naar maximaal 30% sociale woningbouw (PBL, 2006). Ongesubsidieerde, private nieuwbouw vormde inmiddels het grootste deel van de woningbouw (zie Figuur 2.2), terwijl de individuele huursubsidie huishoudens ondersteunde in hun woonlasten. Tegelijkertijd stimuleerde de overheid het eigenwoningbezit, onder meer via de hypotheekrenteaftrek, waardoor de koopsector groeide.⁹ In deze periode waren er financiële schandalen bij woningcorporaties en werden in 2009 inkomensgrenzen voor sociale huur ingevoerd (Rijksoverheid, 2025). De financiële crisis van 2008 leidde tot een scherpe terugval in de bouwproductie, vooral in de private sector, met circa 45 duizend nieuwbouwwoningen in 2014 als dieptepunt. In reactie hierop nam minister Blok vanaf 2013 maatregelen om de marktwerking te versterken en private investeringen te stimuleren, onder meer via introductie van de WOZ-waarde in het woningwaarderingssysteem, bevroering van de liberalisatiegrens en verruiming van tijdelijke huurcontracten. Ook werd een verhuurderheffing voor woningcorporaties ingevoerd. Hierna trok de nieuwbouw aan en groeide het private huursegment, vooral door de lage rente en gunstige fiscale behandeling van vastgoed.

2.1.3 Meer regulering en regie met beperkte extra middelen (omstreeks 2020 – heden)

Rond 2020 verschuift het woningmarktbeleid geleidelijk van marktwerking naar meer regulering en publieke sturing. Na het aftreden van minister Blok vormen het oplopende woningtekort en de verslechterende betaalbaarheid voor het kabinet Rutte-III (2017 – 2022) aanleiding voor een koerswijziging, waarbij de sturende rol van de overheid groter werd.¹⁰ Zo werden in 2021 de huren in de sociale sector bevroren en vond een eenmalige huurverlaging plaats voor lage inkomens met relatief hoge huren, terwijl ook in de vrije sector

⁹ De huurtoeslag en hypotheekrenteaftrek zijn voorbeelden van de bredere financiële betrokkenheid van de overheid bij de woningmarkt. Het budgettaire belang van deze regelingen is in de loop der tijd sterk toegenomen.

¹⁰ In 2018 bedroeg het statistische woningtekort circa 246.000 woningen (3,2%), terwijl dit rond 2010 nog ongeveer op het als evenwichtig beschouwde niveau van circa 2% van de woningvoorraad lag (Ministerie van BZK, 2018).

huurverhogingen werden gemaximeerd (zie Box 3). Tegelijkertijd werden fiscale en regulerende maatregelen genomen die de aantrekkelijkheid van investeren in huurwoningen verminderden, zoals aanpassingen in box 3 (2020), de verhoging van de overdrachtsbelasting voor beleggers (2021) en de introductie van de opkoopbescherming (2022). Met deze maatregelen nam de overheidsbetrokkenheid toe, en de ruimte voor de markt af. In tegenstelling tot eerdere perioden van sterke overheidsregulering ging deze koerswijziging slechts in zeer beperkte mate gepaard met extra publieke financiering van de nieuwbouw (Figuur 2.3).

In de jaren daarna kreeg deze koers een structureler karakter, met meer nadruk op betaalbaarheid en regie op de woningbouw. Onder minister De Jonge werd met de Wet versterking regie volkshuisvesting ingezet op een bouwdoelstelling van circa 100.000 woningen per jaar en nam de betrokkenheid van het Rijk bij de nieuwbouw verder toe, met meer sturing op aantallen, locaties en doelgroepen. Landelijke doelen werden dwingender — zoals het programmeren van minimaal twee derde betaalbaar — terwijl provincies een grotere rol kregen en gemeenten ruimte behielden in de uitvoering via lokale volkshuisvestingsprogramma's. Tegelijkertijd werd in 2024 de huursector verder gereguleerd, onder meer met de invoering van de Wet betaalbare huur, waardoor het woningwaarderingssysteem ook voor middenhuur bindend werd, en de afschaffing van tijdelijke huurcontracten. Er kwamen in beperkte mate opnieuw directe woningbouwsubsidies, zoals de woningbouwimpuls, maar in de vorm van lumpsumbijdragen aan gemeenten in plaats van exploitatiesubsidies voor verhuurders. Al met al verschoof het beleid daarmee richting een model met meer overheidsregulering en sturing, met in historisch perspectief relatief beperkte publieke middelen, terwijl particuliere partijen verantwoordelijk bleven voor het grootste deel van de woningbouwproductie (Rijksoverheid, 2025).

Box 3: Perverse financiële prikkels bij huurbeleid

Doordat er geen directe relatie meer bestaat tussen woningbouwambities, regulering en publieke financiering, kunnen perverse financiële prikkels ontstaan. Een illustratief voorbeeld hiervan is de regulering of bevrozing van huren in de corporatiesector.

Voor de overheid kan het bevriezen van de huren op korte termijn budgettaire ruimte creëren. Lagere huren drukken immers de uitgaven aan huurtoeslag en zijn daarmee een politiek aantrekkelijke maatregel. Zo leidde de voorgenomen huurbevrozing voor corporaties in 2025 en 2026 tot zogenoemde inverdieneffecten van structureel €492 miljoen per jaar (Voorjaarsnota, 2025).

Tegelijkertijd hebben zulke maatregelen een negatief effect op de inkomstenstromen van woningcorporaties en andere verhuurders, en daarmee op de financiële haalbaarheid van nieuwbouwprojecten. De kosten van zulke projecten liggen namelijk al grotendeels vast. Zo becijferde de Autoriteit woningcorporaties (2025) dat de voorgenomen huurbevrozing de investeringsruimte van corporaties met ruim €35 miljard zou verkleinen in de periode 2025-2034, waardoor de realisatie van de afgesproken 270.000 nieuwe sociale huurwoningen niet meer reëel was. De extra middelen die het toenmalige kabinet beloofde te investeren in de sociale huursector wogen hier niet tegenop. Na ook een negatief advies van de Raad van State, diende minister Keijzer het wetsvoorstel Huurbevrozing woningcorporaties 2025 en 2026 uiteindelijk niet in.

Dit laat een perverse prikkel in het beleid zien. De overheid heeft er financieel belang bij huren te beperken en mogelijk ook de politieke wens om dat te doen, maar verslechtert daarmee indirect de voorwaarden voor woningbouw.

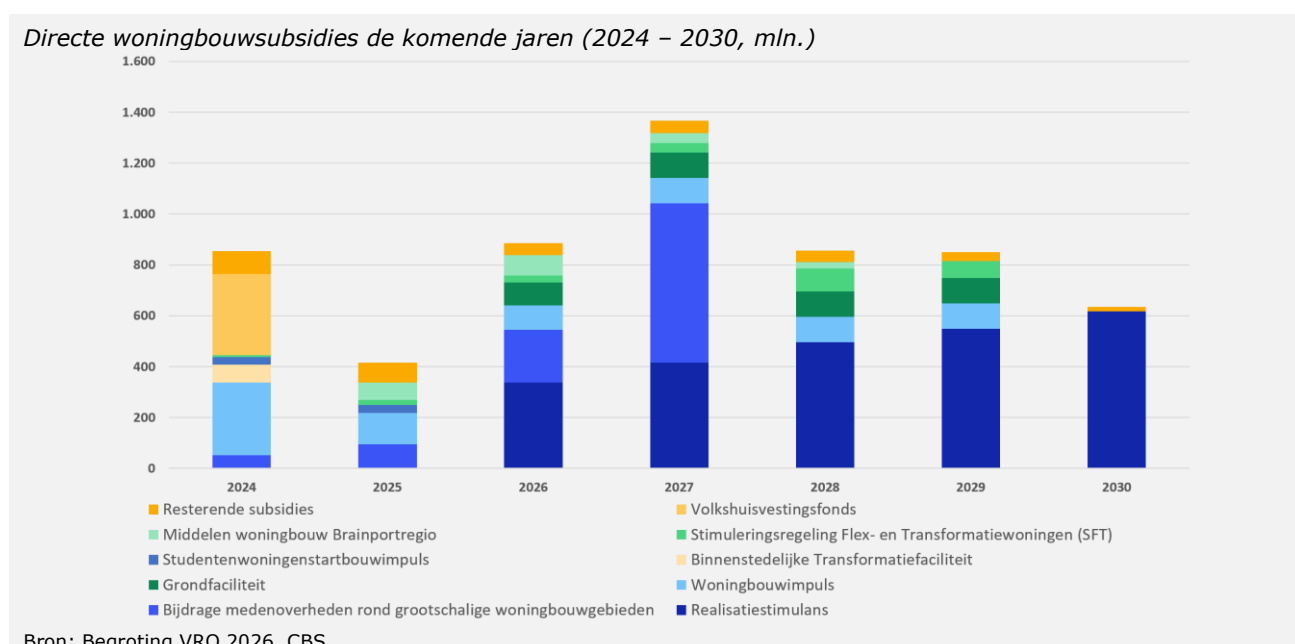
2.2 Huidige rol van de overheid

De financiële rol van de overheid bij de nieuwbouw neemt weer toe, maar blijft historisch gezien bescheiden en wordt begrensd door de budgettaire omstandigheden. Naast extra publieke middelen voor woningbouw komt er langzaamaan meer aandacht voor het investeringsklimaat, omdat het huidige klimaat leidt tot een afname van het huuraanbod (SEO, 2025). Tegelijkertijd is er weinig tot geen budgettaire ruimte voor extra investeringen in woningbouw of verbetering van het investeringsklimaat zonder aanvullende bezuinigingen of lastenverzwaringen (Studiegroep Begrotingsruimte, 2025). Het begrotingstekort is immers de afgelopen jaren verslechterd, en ligt dichtbij – of dit jaar zelfs eenmalig boven – de Europese 3%-norm (DNB, 2026a). Een terugkeer naar het historische niveau van publieke financiering lijkt daarom weinig realistisch.

2.2.1 Begroting voor de komende jaren

De directe woningbouwsubsidies bedragen de komende jaren circa €600 miljoen tot €1,4 miljard per jaar, ofwel minder dan 0,1% van het bbp. Figuur 2.4 laat op basis van de begroting van het ministerie van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening voor 2026 zien waaruit dit is opgebouwd. De grootste posten zijn de realisatiestimulans—€7.000 per gerealiseerde betaalbare woning uitgekeerd aan gemeenten—en de bijdragen aan medeoverheden voor aangewezen grootschalige woningbouwlocaties. Daarnaast zijn er kleinere instrumenten, zoals de woningbouwimpuls voor het afdekken van de onrendabele top van gemeenten bij complexe projecten, middelen voor een op te richten grondfaciliteit en gerichte bijdragen voor specifieke regio's of doelgroepen. Hoewel deze middelen in Kamerbrieven en de media vaak worden gepresenteerd als totaalbedrag over meerdere jaren, blijven de jaarlijkse uitgaven in historisch perspectief relatief beperkt.¹¹

Figuur 2.4 De realisatiestimulans is de grootste subsidieregeling voor woningbouw



¹¹ Zoals in de Kamerbrief *Financieel instrumentarium woningbouw*, 19 mei 2025, Kamerstuk 32 847, nr. 1344.

2.2.2 Spanningsveld tussen ambities, regulering en financiering

De teruggelopen nieuwbouwproductie en de huidige problemen op de woningmarkt worden soms toegeschreven aan de terugtrekkende rol van de overheid sinds eind jaren 80. In 1988, bij het inzetten van de liberalisering, constateerde Priemus (1988, p. 875) dat het geloof in de maakbaarheid van de samenleving door de overheid wel heel drastisch had plaatsgemaakt voor een even naïef geloof in de markt. Ook PBL (2006) koppelt de dalende woningbouwproductie aan de institutionele hervormingen uit die periode, die het bouwbeleid decentraliseerden en gevoelig maakten voor economische ontwikkelingen. Vergelijkbare conclusies werden recent getrokken in het interdepartementale beleidsonderzoek Woningbouw en grond (Rijksoverheid, 2024).

Hoe dan ook is duidelijk dat hoge woningbouwambities bij beperkte publieke financiering vragen om voldoende ruimte voor marktpartijen. In een publiek georiënteerd model gaan hoge ambities gepaard met substantiële publieke financiering, waardoor de overheid direct kan sturen op de realisatie van (betaalbare) woningbouw. In een meer marktgeoriënteerd model is de publieke financiële inzet beperkter en ligt de nadruk bij nieuwbouw op particuliere partijen, die daarvoor voldoende ruimte en financiële prikkels moeten hebben. Hierdoor kan de overheid beperkt sturen op maatschappelijke doelen zoals betaalbaarheid, die doorgaans druk zetten op het rendement van nieuwbouwprojecten. In de huidige situatie komen elementen van beide modellen samen: er zijn aanzienlijke bouwambities en toenemende regulering van de koop- en huurmarkt, terwijl de directe publieke financiering relatief beperkt is en wordt begrensd door de budgettaire omstandigheden. Als ambities, regulering en financiering niet goed op elkaar zijn afgestemd, kan dit de realisatie van de woningbouwopgave bemoeilijken (zie ook Box 4).

Box 4: Wanneer werken woningbouwsubsidies?

De effectiviteit van woningbouwsubsidies hangt sterk af van zowel het type subsidie als de institutionele context en de marktomstandigheden. Hoewel deze analyse focust op het niveau aan publieke financiering, doet het type subsidie ertoe. Het CPB heeft recent een conceptueel denkkader ontwikkeld dat dit inzichtelijk maakt (CPB, 2025).

Generieke subsidies vergroten het woningaanbod naar verwachting maar beperkt. In Nederland zijn er aanwijzingen dat de zogenoemde aanbodelasticiteit relatief laag, vermoedelijk door ruimtelijke beperkingen en regelgeving (Caldera en Johansson, 2013; CPB, 2017; Cavalleri et al., 2019). Hierdoor reageert de nieuwbouw minder op financiële prikkels, en bestaat het risico dat subsidies vooral doorwerken in hogere grondprijzen.

Woningbouwsubsidies zijn vooral effectief in situaties waarin specifieke knelpunten de bouw belemmeren. Dit geldt bijvoorbeeld wanneer prijsregulering de business case onder druk zet, de kosten van het bouwrijp maken van grond uitzonderlijk hoog zijn (bijv. door vervuilde grond), of in neergaande markten wanneer subsidies vraaguitval kunnen compenseren en voorkomen dat bouwcapaciteit verloren gaat. De effectiviteit van subsidies hangt daarbij sterk af van de bredere context; afhankelijk van de oorzaak van het knelpunt kunnen ook andere instrumenten worden overwogen, zoals minder prijsregulering. Daarbij spelen de geloofwaardigheid en consistentie van de overheid een belangrijke rol: als de overheid zich niet overtuigend kan committeren aan de tijdelijkheid van subsidies, kunnen deze via hogere grondprijzen juist averechts werken en de woningbouw op termijn vertragen.

3 Het investeringsklimaat voor private huurwoningen

De private huurmarkt is de afgelopen jaren aanzienlijk minder aantrekkelijk geworden voor beleggers. Dit hoofdstuk laat zien dat een combinatie van hogere rentes, strengere belastingregels en aangescherpte huurprijsregulering heeft geleid tot lagere kasstromen en waarderingen van vastgoedbeleggingen door particuliere en buitenlandse investeerders. Daardoor trekken particuliere en buitenlandse beleggers zich vaker terug uit de Nederlandse vastgoedmarkt en verkopen zij hun woningen. Nederlandse institutionele beleggers nemen inmiddels een groter aandeel van de nieuwbouwfinanciering voor hun rekening, maar zij zullen de terugval in beschikbaar kapitaal waarschijnlijk niet volledig kunnen compenseren. Bovendien kan een hogere allocatie naar Nederlands vastgoed ten koste gaan van de spreiding binnen de portefeuilles van pensioenfondsen.

3.1 Wie koopt, wie verkoopt?

De circa 1,2 miljoen private huurwoningen in Nederland zijn eigendom van beleggers die sterk verschillen in schaal, beleggingshorizon en type financiering. Nederlandse institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, beleggen vaak grootschalig en met een lange horizon. Particuliere beleggers variëren van kleine box 3-verhuurders tot grotere particuliere beleggers met een eigen bv. Ook buitenlands kapitaal verschilt in grootte, vorm en financieringsstructuur. De woningen zelf vallen onder uiteenlopende huurregimes: van woningen onder de voormalige liberalisatiegrens, via de sinds 2024 gereguleerde middenhuur, tot de vrije sector, waarvoor geen bovengrens voor de aanvangshuurprijs geldt.

We gebruiken transactiedata van nieuwbouw en bestaande bouw om het investeringsklimaat te duiden.¹² De afgelopen jaren zijn de omstandigheden voor beleggers sterk veranderd door hogere rente, huurprijsregulering en aangepaste fiscale regelgeving. Met transactiedata voor de afgelopen vijf jaar brengen we investeringsactiviteiten in de private huurmarkt in beeld, uitgesplitst naar type belegger. Hoewel de focus van deze analyse ligt op nieuwbouw, kijken we ook naar transacties in de bestaande voorraad. Daar zijn twee redenen voor. Ten eerste bepalen zowel veranderingen in de nieuwbouwproductie als de netto aan- en verkopen van woningen in de bestaande voorraad de omvang van de private huurmarkt. Ten tweede geven transacties in de bestaande voorraad aanvullende informatie over de investeringsbereidheid van beleggers en de verschuivingen in het eigendom van woningen tussen verschillende typen investeerders binnen de private huurmarkt.

3.1.1 Nederlandse institutionele beleggers

Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars zijn belangrijke beleggers in Nederlandse private huurwoningen. In het bestaande huurwoningvastgoed hebben pensioenfondsen ongeveer €32 miljard belegd; verzekeraars circa €9 miljard (DNB, 2026b, en interne DNB-data).¹³ Samen zijn deze investeringen goed voor circa 10% van de voorraad private huurwoningen. Vanwege hun langlopende verplichtingen zoeken pensioenfondsen en verzekeraars beleggingen die een stabiel, langjarig rendement met inflatiebescherming

¹² In dit hoofdstuk maken we voornamelijk gebruik van data van StIVAD. StIVAD is een onafhankelijke stichting die de transparantie op de vastgoedmarkt wil vergroten. De dataset combineert door deelnemers gerapporteerde transacties met openbare transacties uit het Kadaster en richt zich primair op transacties tussen professionele beleggers op portefeuille- en complexniveau. Voor uitpondingen door particuliere verhuurders en andere verkopen op woningniveau hebben we geen eigen bron en baseren we ons op publieke cijfers van het Kadaster en de NVM.

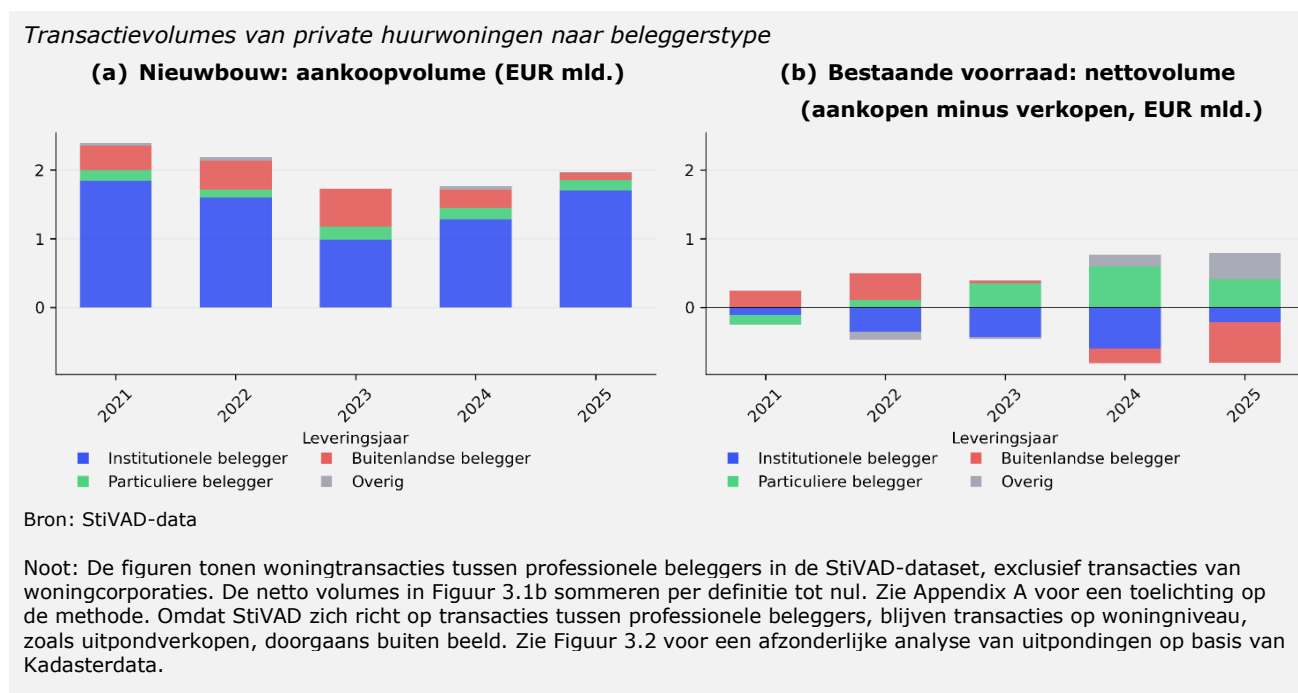
¹³ Voor beide groepen komt dit neer op ongeveer 2% van hun totale beleggingsportefeuille. Daarnaast investeren zij ook in buitenlands vastgoed, meestal via buitenlandse fondsen en beursgenoteerde vastgoedvehikels, -aandelen of -obligaties.

bieden. Zij beleggen deels direct in de Nederlandse woningmarkt en deels via Nederlandse niet-beursgenoteerde woningfondsen.

De nieuwbouw van private huurwoningen is sterk afhankelijk van financiering door institutionele beleggers. Volgens Capital Value (2026) investeerden Nederlandse institutionele beleggers in 2025 ongeveer €3,6 miljard in huurwoningen. Ook de StiVAD-data in Figuur 3.1a laten zien dat Nederlandse institutionele beleggers tussen 2021 en 2025 ieder jaar het grootste aandeel van de nieuwbouwinvesteringen buiten de corporatiesector voor hun rekening namen. De volumes in Figuur 3.1a liggen lager dan de cijfers van Capital Value door verschillen in de gebruikte databronnen en methodologie.

Het relatieve belang van institutionele beleggers is de afgelopen jaren toegenomen. Figuur 3.1a laat zien dat waar de investeringen van Nederlandse institutionele beleggers in nieuwbouw nog afnamen tussen 2021 en 2023, deze daarna weer duidelijk toenamen. In 2025 is vrijwel alle in StiVAD-data geregistreerde nieuwbouw buiten de corporatiesector direct of indirect door institutionele beleggers gefinancierd. Die stijging vangt een deel van de terugtrekking van buitenlandse beleggers op, maar blijft te klein voor de bouwopgave. Tegelijkertijd zijn institutionele beleggers in de bestaande voorraad per saldo verkopers (Figuur 3.1b).¹⁴ Daardoor is hun bijdrage aan de omvang van de huurvoorraad kleiner dan hun nieuwbouwinvesteringen op zichzelf suggereren.

Figuur 3.1 Buitenlandse beleggers trekken zich terug, en Nederlandse institutionele beleggers vangen dit deels op



¹⁴ Institutionele beleggers verkopen daarbij vaak hele wooncomplexen aan professionele particuliere beleggers, die deze vervolgens per woning verkopen. Zie Figuur A.1 in Appendix A voor aankopen van professionele particuliere beleggers van institutionele beleggers. Door de focus van StiVAD op transacties tussen professionele partijen worden latere verkopen op woningniveau beperkt waargenomen in de StiVAD-data. Hierdoor verschijnen dergelijke transacties in Figuur 3.1 als netto aankopen.

3.1.2 Buitenlandse beleggers

Buitenlandse beleggers vormden tot voor kort een belangrijke bron van kapitaal voor nieuwe huurwoningen. Het gaat om een diverse groep buitenlandse pensioenfondsen en verzekeraars, staatsfondsen en particuliere vermogensbeheerders, voor wie Nederlandse huurwoningen doorgaans onderdeel uitmaken van een internationale vastgoedportefeuille. Tot en met 2023 waren buitenlandse beleggers verantwoordelijk voor 15% tot 33% van het jaarlijkse aankoopvolume van nieuwbouw buiten de corporatiesector (Figuur 3.1a). Daarnaast waren zij in de bestaande voorraad per saldo kopers van huurwoningen.

Sinds 2023 trekt internationaal kapitaal zich terug uit de Nederlandse woningmarkt. In 2024 nam de bijdrage van buitenlandse beleggers aan de financiering van nieuwbouw sterk af en sinds 2025 is internationaal kapitaal vrijwel weggevallen bij de nieuwbouw van huurwoningen. Ook in de bestaande voorraad zijn buitenlandse beleggers netto verkopers geworden, met een netto-uitstroom van €600 miljoen in 2025 (Figuur 3.1b). Onderzoek van Capital Value (2026) laat een vergelijkbaar beeld zien, zij het op basis van een andere steekproef en met iets andere cijfers dan hier gepresenteerd op basis van StiVAD-data.

3.1.3 Particuliere beleggers

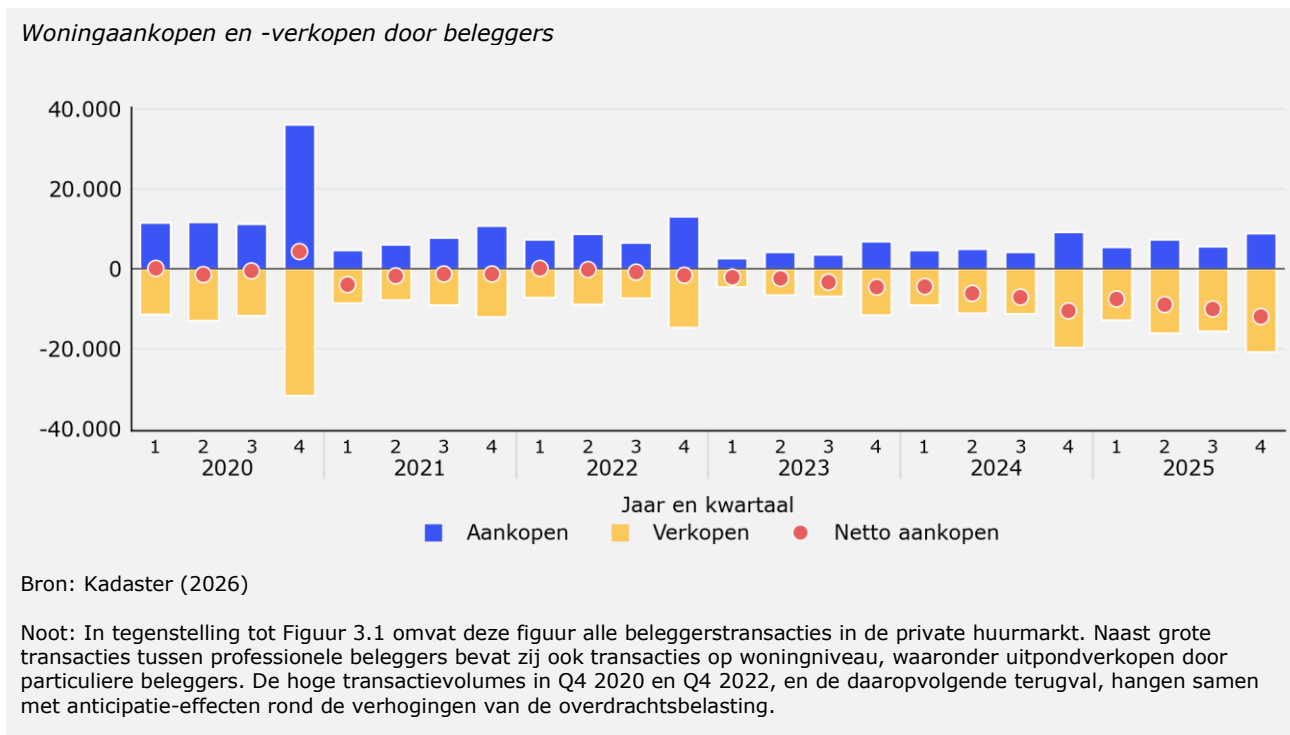
Particuliere beleggers zijn vooral van belang voor de bestaande private huurvoorraad. In 2024 werden ongeveer 550.000 woningen verhuurd door natuurlijke personen, ongeveer de helft van de bestaande huurwoningen buiten de corporatiesector (CBS, 2025b). Het gaat daarbij veelal om relatief kleine verhuurders met één of enkele woningen, terwijl grotere particuliere beleggers vaker gebruikmaken van een eigen bv.¹⁵ Daartegenover staat dat particuliere beleggers slechts een beperkte rol spelen in de financiering van nieuwe huurwoningen. In de StiVAD-data blijft het jaarlijkse nieuwbouwvolume door particuliere beleggers in alle jaren onder de €200 miljoen.¹⁶ Wel vormen particuliere beleggers een potentiële afzetmarkt voor woningen uit de bestaande portefeuilles van institutionele en andere professionele beleggers, wat de doorstroming van kapitaal binnen de huurmarkt kan ondersteunen.

Sinds 2023 is sprake van een uitpondgolf onder private beleggers, waarbij vooral kleinere particuliere verhuurders een belangrijke rol spelen (Hans, 2026). Het aantal private huurwoningen nam hierdoor sterk af: in 2024 verdwenen circa 28.000 woningen uit de huursector en in 2025 ruim 38.000, beide als gevolg van verkopen aan eigenaar-bewoners (Figuur 3.2). Het betrof daarbij vooral relatief kleine woningen (50–80 m²) die aantrekkelijk zijn voor koopstarters (Kadaster, 2025; NVM, 2024). Daardoor zijn meer nieuwbouwwoningen nodig om een gegeven omvang van de private huurvoorraad te realiseren.

¹⁵ Het aantal huurwoningen van professionele particuliere beleggers is lastig vast te stellen. CBS (2025b) rapporteert circa 410.000 woningen in bezit van bv's en nv's, maar deze kunnen tevens fungeren als vehikel voor institutionele en buitenlandse investeerders.

¹⁶ Aankopen van nieuwbouw door kleinere particuliere beleggers worden niet volledig in deze data waargenomen, maar ook voor deze groep lijkt de bijdrage aan de nieuwbouwproductie beperkt.

Figuur 3.2 Sinds 2023 verkopen beleggers meer woningen dan ze kopen



3.2 De invloed van beleid en macro-economische omstandigheden op investeringen in woningen

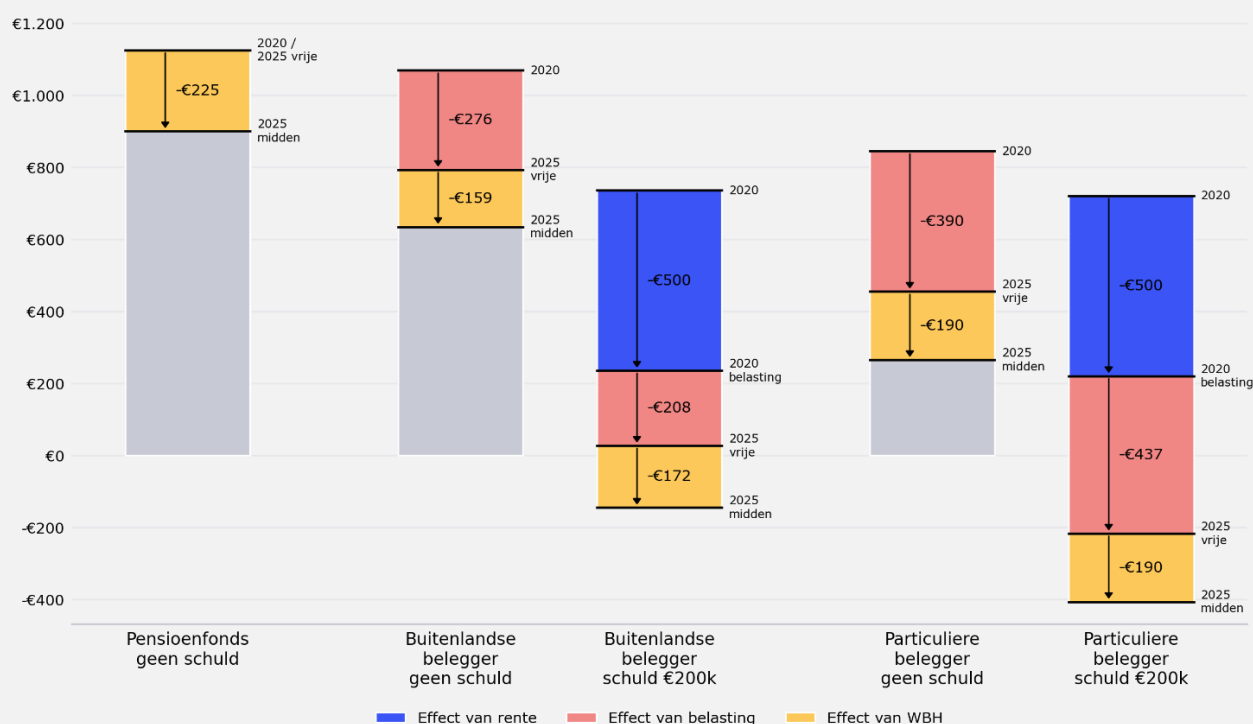
Vastgoedbeleggers investeren alleen in nieuwbouw als de verwachte huurinkomsten en verkoopopbrengst voldoende zijn om de aankoopprijs terug te verdienen. Om te bepalen of dit het geval is, berekenen zij de contante waarde van de verwachte huurinkomsten en de verkoopopbrengst aan het einde van de beleggingsperiode. Daarbij worden toekomstige opbrengsten verdisconteerd tegen het vereiste rendement. Dit rendement bestaat uit een risicovrije rente en een risico-opslag, die onder meer afhangt van marktrisico's en beleidsonzekerheid (zie Box 6). De aankoopprijs van nieuwbouw weerspiegelt de grond- en bouwkosten en het vereiste rendement van de ontwikkelaar. Als de contante waarde van de verwachte opbrengsten, ofwel de investeringswaarde, lager is dan de aankoopprijs, is nieuwbouw niet rendabel. Bij bestaande woningen concurreren beleggers met eigenaar-bewoners, waardoor de marktwaarde mede wordt bepaald door hun betalingsbereidheid. Als de investeringswaarde lager is dan de marktwaarde, wordt verkoop aan een eigenaar-bewoner aantrekkelijk.

Recente trends in rente, fiscaliteit en overige regulering raken beleggers verschillend. Om de economische mechanismen achter deze trends te duiden, tonen we eerst in Figuur 3.3 hoe de maandelijkse kasstromen voor verschillende beleggers zijn veranderd tussen 2020 en 2025. De kasstromen en de verwachte verkoopwaarde vormen samen de basis voor de investeringswaarde, die later in de analyse wordt uitgewerkt in Figuur 3.4. We analyseren drie typen beleggers: een pensioenfonds dat is vrijgesteld van vennootschapsbelasting (vpb), een particuliere belegger in box 3 en een buitenlandse belegger die in 2020 gebruik kon maken van een

vastgoed-FBI¹⁷ en in 2025 via een vpb-plichtige bv belegt.¹⁸ Aangezien slechts een deel van de buitenlandse beleggers gebruik maakte van een vastgoed-FBI en beleggers bovendien verschillend kunnen reageren, zijn de hier gepresenteerde resultaten niet zonder meer representatief voor alle buitenlandse beleggers.

Figuur 3.3 Macro-economische omstandigheden en beleidswijzigingen drukken de kasstromen van buitenlandse en particuliere beleggers

Maandelijkse kasstroom na operationele kosten, belastingen en rentebetalingen



Bron: DNB-berekeningen

Noot: De figuur toont een gestileerde berekening van de maandelijkse kasstroom voor de belegger, na operationele kosten, belastingen en rentebetalingen. Eventuele waardeinstijgingen van het vastgoed zijn hierin niet meegenomen. '2020' toont de kasstroom onder de rente, belastingen en huurprijsregulering van 2020; '2020 belasting' combineert de rente van 2025 met het fiscale stelsel en de regelgeving van 2020. '2025 vrije' betreft verhuur in de vrije sector in 2025 en '2025 midden' een middenhuurwoning onder de Wet betaalbare huur (WBH). Verschillen tussen beleggerstypen in de kasstroom van 2020 komen voort uit verschillen in fiscaliteit en financieringsstructuur; operationele kosten zijn voor alle beleggerstypen gelijk verondersteld. De exacte cijfers zijn gevoelig voor de gekozen aannames en moeten daarom vooral als indicatief worden gelezen. Voor buitenlandse beleggers hebben de resultaten specifiek betrekking op beleggers die in 2020 gebruikmaakten van een vastgoed-FBI. Zie Appendix B voor aannames, formules en aanvullende resultaten.

¹⁷ Tot 1 januari 2025 konden binnen- en buitenlandse beleggers in Nederlands vastgoed beleggen via een vastgoed-FBI (fiscale beleggingsinstelling), waarbij op fondsniveau geen vennootschapsbelasting werd geheven. De behaalde winst moest verplicht aan de participanten in de vastgoed-FBI worden uitgekeerd, waarover dividendbelasting werd geheven. Dit fiscale regime was bedoeld om collectief beleggen fiscaal neutraal te behandelen ten opzichte van rechtstreeks beleggen. Uit de evaluatie van SEO bleek echter dat dit bij buitenlandse beleggers tot heffingslekken kon leiden, omdat Nederland niet altijd effectief dividendbelasting kon heffen over inkomsten uit Nederlands vastgoed (SEO, 2022a). Om deze heffingslekken te dichten mogen FBI's sinds 1 januari 2025 niet langer rechtstreeks in Nederlands vastgoed beleggen (de vastgoedmaatregel, Wet aanpassing fiscale beleggingsinstelling, Kamerstukken II 2023/24, 36422). Hierdoor zijn buitenlandse beleggers in Nederlands vastgoed onderworpen aan de reguliere vennootschapsbelasting.

¹⁸ We kiezen deze drie typen omdat ze de trends uit paragraaf 3.1 goed illustreren. Andere beleggersgroepen – zoals verzekeraars, professionele particuliere beleggers via een bv en buitenlandse beleggers zonder gebruik van het FBI-regime – laten we buiten beschouwing.

Voor alle drie typen beleggers rekenen we de kasstromen en investeringswaarde van hetzelfde fictieve appartement door. Voor de impact van de Wet betaalbare huur gaan we uit van een gemiddelde huurddaling van 20% ten opzichte van een markthuur in de vrije sector van €1.500 per maand.¹⁹ Dit resulteert in een middenhuur van €1.200 per maand. Deze aanname geldt alleen voor woningen waarvoor het woningwaarderingssstelsel (WWS) daadwerkelijk leidt tot een lagere maximaal toegestane huurprijs dan de markthuur; voor een aanzienlijk deel van de huurwoningen is dat niet het geval. We vergelijken vervolgens drie situaties voor dit appartement: verhuur in de vrije sector in 2020, verhuur in de vrije sector in 2025 en verhuur als gereguleerde middenhuurwoning in 2025. Voor box 3-beleggers en buitenlandse beleggers analyseren we zowel een variant zonder vreemd vermogen als een variant met substantiële schuldfinanciering.²⁰ Pensioenfondsen nemen doorgaans geen of weinig vreemd vermogen op voor vastgoedbeleggingen; voor deze groep beschouwen we daarom alleen de situatie zonder vreemd vermogen. We bespreken eerst per belegger de kasstromen en daarna gezamenlijk de investeringswaarde.

Onze berekeningen zijn gebaseerd op een vereenvoudigd model dat de belangrijkste recente rente- en beleidswijzigingen vertaalt naar effecten op kasstromen en investeringswaarden. We nemen veranderingen mee in de rente, de Wet betaalbare huur en belastingwetgeving, namelijk de aanpassingen in box 3 voor particuliere verhuurders en het vervallen van het FBI-regime voor buitenlandse vastgoedbeleggers. De decompositie van het totale effect van deze veranderingen hangt af van de volgorde waarin de afzonderlijke veranderingen worden toegepast. Daarom nemen we de chronologische volgorde: eerst de rentestijging, vervolgens de fiscale wijzigingen en daarna de huurprijsregulering. Andere beleidswijzigingen, zoals het verbod op tijdelijke huurcontracten, laten we buiten beschouwing. Ook de overdrachtsbelasting is niet expliciet gemodelleerd als afzonderlijke kasstroom, maar werkt in de praktijk indirect door, doordat zij via de verkoopopbrengst de investeringswaarde negatief beïnvloedt.²¹ De kasstromen rekenen we één jaar door. De waarderingsanalyse vertaalt deze kasstromen vervolgens naar een biedprijs bij een aanhoudperiode van 15 jaar. Een uitgebreidere uitwerking van het model en aanvullende resultaten zijn te vinden in Appendix B. We bouwen hiermee voort op eerdere studies naar het effect van beleid op rendementen, kasstromen en investeringswaarden, waaronder Stutterheim et al. (2023), Ortec Finance (2023) en SEO (2023, 2025). De analyse heeft bovendien raakvlakken met de Monitor Investeringsklimaat Middenhuur (Brounen et al., 2026).

3.2.1 Kasstromen van pensioenfondsen

Pensioenfondsen hebben in onze berekeningen dankzij hun fiscale voordelen relatief hoge netto huurinkomsten, die tussen 2020 en 2025 nauwelijks veranderen. Hun volledige beleggingsportefeuille is vrijgesteld van vennootschapsbelasting (de pensioenfondsvrijstelling), terwijl verzekeraars geen vergelijkbare

¹⁹ De veronderstelde huurddaling is gebaseerd op ramingen van het ministerie van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening (VRO), waaruit volgt dat de regulering van de middenhuur bij een bewonerswissel voor circa 157.000 woningen leidt tot een gemiddelde huurverlaging van ongeveer €240 per maand. De aanname van een huurddaling van 20% sluit tevens aan bij de bevindingen van Korevaar en Van Dijk (2025) over het verschil tussen markthuren en de maximale huren volgens het WWS. Het effect van de middenhuurregulering verschilt echter per locatie en woningtype; in Appendix B.3 rekenen we daarom ook kleinere en grotere huureffecten door. Naast de regulering van huurprijzen in het middensegment heeft de Wet betaalbare huur bovendien gevolgen voor woningen die al onder de oude liberalisatiegrens vielen, doordat huurders eenvoudiger de maximale huurprijs op basis van het WWS kunnen afdwingen.

²⁰ In de kasstroomanalyse veronderstellen we een vaste schuld van €200.000. Dit komt overeen met een LTV van 50% bij een woningwaarde van €400.000. In de waarderingsanalyse houden we daarentegen de LTV constant op 50%, waardoor de schuld meebeweegt met de woningwaarde.

²¹ Bij de aankoop van een nieuwbouwwoning is vanwege de samenloopvrijstelling geen overdrachtsbelasting, maar btw verschuldigd. Overdrachtsbelasting wordt echter wel geheven bij een latere verkoop van de woning. Hierdoor nemen de transactiekosten voor een toekomstige koper toe, wat zich kan vertalen in een lagere verkoopopbrengst en daarmee een lagere investeringswaarde van de nieuwbouwwoning.

vrijstelling hebben. Buitenlandse pensioenfondsen kunnen onder voorwaarden eveneens van deze vrijstelling gebruikmaken, al gebeurt dat in de praktijk beperkt (zie Box 5). Omdat pensioenfondsen woningen doorgaans niet of nauwelijks met vreemd vermogen financieren, heeft de hogere rente geen direct effect op hun kasstroom. Daardoor blijft de maandelijkse kasstroom in de vrije sector ongewijzigd; alleen de Wet betaalbare huur (WBH) verlaagt deze in ons basisscenario voor middenhuur met €225 per maand.

Box 5: Buitenlandse pensioenfondsen en de pensioenfondsvrijstelling

Buitenlandse pensioenfondsen kunnen een pensioenfondsvrijstelling krijgen als zij voldoende vergelijkbaar zijn met een Nederlands pensioenfonds. De toepassing van de vpb-vrijstelling vergt in de praktijk doorgaans een beoordeling door de Belastingdienst. Daarbij moet het buitenlandse fonds aantonen dat het in opzet, activiteiten en winstbestemming voldoende vergelijkbaar is met een Nederlands pensioenfonds.

In de praktijk wordt de vrijstelling echter slechts beperkt toegekend. Buitenlandse fondsen lijken weinig gebruik te kunnen maken van deze vrijstelling: van de 30 verzoeken sinds 2019 zijn er 9 toegewezen, 21 afgewezen en 9 nog in behandeling (Ministerie van VRO, 2026). Dit hangt mogelijk samen met de omvangrijke en vrij strikte vergelijkbaarheidstoets, waaraan buitenlandse fondsen lastig voldoen doordat hun pensioenregelingen vaak niet exact overeenkomen met Nederlandse (Ministerie van VRO, 2026).

3.2.2 Kasstromen van buitenlandse beleggers die gebruikmaakten van een vastgoed-FBI

Tot 1 januari 2025 konden buitenlandse beleggers via een fiscale beleggingsinstelling (een zogeheten FBI) fiscaal aantrekkelijk in Nederlands vastgoed investeren. Die route was fiscaal voordelig, omdat de FBI zelf geen vpb betaalde en de Nederlandse belastingheffing grotendeels via de dividendbelasting verliep, die voor buitenlandse beleggers vaak niet of slechts tegen een verlaagd verdragstarief kon worden geheven.²² In onze voorbeeldberekening veronderstellen we dat de buitenlandse belegger in 2020 gebruikmaakte van een vastgoed-FBI en dat een verlaagd dividendbelastingtarief van 5% gold. Daardoor hebben buitenlandse beleggers zonder vreemd vermogen in ons voorbeeld in 2020 bijna even hoge maandelijkse kasstromen als pensioenfondsen; met schuldfinanciering liggen de maandelijkse kasstromen iets lager vanwege rentebetalingen.

Voor buitenlandse beleggers met vreemd vermogen is de rentestijging een directe kasstroombeschok. Tussen 2020 en 2025 steeg de rente op verhuurhypotheek van ongeveer 2% naar 5%. Zonder vreemd vermogen blijft de kasstroom na deze rentestijging gelijk. Bij een schuld van €200.000 drukken hogere rentelasten de kasstroom voor de belegger met €500 per maand. In deze berekeningen gaan we uit van financiering tegen de actuele rente in 2025; beleggers die hun rente eerder hadden vastgezet, ondervonden dit effect in 2025 mogelijk nog niet.

Fiscaal verandert er tegelijk veel. Sinds 2025 mag een FBI niet langer in Nederlands vastgoed beleggen. We nemen daarom aan dat de buitenlandse belegger voortaan een Nederlandse bv gebruikt. Die route is fiscaal

²² Het verdragstarief is een lager dividendbelastingtarief dat op grond van belastingverdragen kan gelden voor uitkeringen aan buitenlandse participanten. Over uitkeringen aan dergelijke participanten kon daardoor vaak niet het reguliere Nederlandse dividendbelastingtarief van 15% worden geheven. Bij in het buitenland gevestigde beleggingsinstellingen kon Nederland in bepaalde gevallen zelfs helemaal geen dividendbelasting heffen.

zwaarder belast: de bv betaalt vpb over huurinkomsten en vastgoedwinst, en bij uitkering aan de buitenlandse aandeelhouder kan daarnaast dividendbelasting verschuldigd zijn. Figuur 3.3 over kasstromen bevat alleen de belasting op lopende huurinkomsten. In Figuur 3.4 over investeringswaarden nemen we daarnaast gestileerd de belasting op de verkoopwinst mee. Rente is voor de bv slechts beperkt aftrekbaar (de earningsstrippingregel, zie Appendix B). De overgang van een vastgoed-FBI naar een bv, inclusief de beperkte renteaftrek, drukt de maandelijkse kasstroom in ons voorbeeld met €276 zonder vreemd vermogen en met €208 in de variant met €200.000 schuld.²³

Als de woning onder de middenhuurregulering valt, zorgt de WBH vervolgens voor een verdere daling van de kasstroom. Bij een huurdaling van 20% daalt de kasstroom met €159 zonder vreemd vermogen en met €172 in de variant met €200.000 schuld. Dit effect is kleiner dan bij pensioenfondsen, omdat lagere huurinkomsten leiden tot een lagere vpb-last. Bij vreemd vermogen wordt dit effect echter deels tenietgedaan doordat de lagere huurinkomsten tegelijkertijd de ruimte voor renteaftrek beperken.

Voor buitenlandse beleggers resulteert de combinatie van hogere rente, het einde van het FBI-regime voor vastgoed en huurprijsregulering in een aanzienlijk lagere kasstroom dan in 2020. Bij schuldfinanciering wordt de maandelijkse kasstroom na rente zelfs negatief. Dat betekent niet dat het verwachte totaalrendement op de woning als geheel negatief is: bij de in de waarderingsanalyse gebruikte voorzichtige aanname van 2,2% waardegroei per jaar op een woning van €400.000 komt de verwachte waardestijging neer op ongeveer €733 per maand, waardoor het verwachte totaalrendement na belasting op verkoopwinst nog wel positief blijft. Wel verschuift het rendement dan van directe huurinkomsten naar ongerealiseerde en risicovollere waardegroei. In de waarderingsanalyse hieronder nemen we beide componenten samen mee.

3.2.3 Kasstromen van particuliere beleggers in box 3

Het box 3-stelsel zoals dat gold in 2020 maakte beleggen in huurwoningen fiscaal aantrekkelijk. De belasting werd geheven op basis van forfaitaire rendementen die afhingen van de omvang van het vermogen. De effectieve belastingdruk op verhuurd vastgoed was relatief laag, doordat de forfaitaire rendementen doorgaans lager waren dan de werkelijke huurinkomsten en doordat de hoge leegwaarderatio's²⁴ de belastbare waarde van verhuurde woningen verlaagden. Daarnaast werd schuld tegen hetzelfde forfaitaire rendement in mindering gebracht als waartegen bezittingen werden belast, waardoor financiering met vreemd vermogen een aanzienlijk belastingvoordeel opleverde. In ons voorbeeld resulteert dit in relatief hoge kasstromen, waarbij beleggers met schuldfinanciering ondanks hun rentelasten slechts beperkt lagere kasstromen hebben dan beleggers zonder vreemd vermogen.

Box 3-beleggers met vreemd vermogen worden in ons fictieve voorbeeld sterk geraakt door de hogere rente op verhuurhypotheken. Bij een schuld van €200.000 verlaagt dit de maandelijkse kasstroom met €500. Omdat box 3 zowel in 2020 als in 2025 uitgaat van forfaitaire rendementen, leidt een hogere werkelijke hypotheekrente niet tot een lagere belastingdruk. Bij eerder vastgezette rente kan deze daling van de kasstroom vooralsnog uitblijven.

²³ De uitkomsten voor buitenlandse beleggers zijn gevoelig voor het toegepaste dividendbelastingtarief en voor de mate waarin rente aftrekbaar is. Appendix B.3 rekent daarom naast het basisscenario met 5% dividendbelasting ook 0% en 15% door. Ook tonen we een volledige renteaftrekvariant voor portefeuilles waarvan de netto rentelasten onder de generieke EUR 1 mln-drempel blijven.

²⁴ De leegwaarderatio verlaagt voor box 3 de belastbare waarde van verhuurde woningen ten opzichte van leegstaande woningen. Hoe lager de huur in verhouding tot de woningwaarde, hoe groter deze korting.

Daarnaast daalt de kasstroom bijna even sterk door de wijzigingen in box 3 en, in mindere mate, door de hogere leegwaarderatio. Het huidige box 3-overgangsstelsel hanteert een hoger forfaitair rendement voor vastgoed en een lager forfaitair rendement voor schulden. Daardoor neemt de belastingdruk op verhuurd vastgoed toe en levert vreemd vermogen fiscaal veel minder voordeel op dan onder het oude regime. Ook de hogere leegwaarderatio's (SEO, 2022b) dragen bij aan een hogere belastinggrondslag. In ons voorbeeld drukken deze fiscale wijzigingen de maandelijkse kasstroom met €390 zonder vreemd vermogen en met €437 bij een schuld van €200.000.²⁵ De uiteindelijke vormgeving van het box 3-stelsel is nog onduidelijk. Een toekomstig stelsel zal ongerealiseerde waardeinstijgingen waarschijnlijk niet jaarlijks belasten, maar de belastingdruk voor vastgoedbeleggers zou nog steeds minder gunstig kunnen uitpakken dan in 2020.

Ook de Wet betaalbare huur verlaagt de kasstroom verder. Bij een huurdaling van 20% neemt de kasstroom met €190 per maand af, onafhankelijk van de omvang van het vreemd vermogen. Omdat box 3 in 2025 een forfaitair rendement belast, vertaalt de lagere huur zich niet direct in een lagere belastingdruk.

Alles bij elkaar zijn de netto kasstromen voor box 3-beleggers in 2025 duidelijk lager dan in 2020. Voor beleggers met vreemd vermogen wordt de maandelijkse kasstroom negatief door de combinatie van rente en belasting. Net als bij buitenlandse beleggers kan verwachte waardegroei de negatieve directe kasstroom compenseren, waardoor het verwachte totaalrendement op de woning positief blijft. Die waardegroei is echter ongerealiseerd en risicovoller dan directe huurinkomsten. Dat weegt voor particuliere beleggers extra zwaar, omdat zij volgens SEO (2025) relatief veel waarde hechten aan direct rendement.

3.2.4 Investeringswaarden

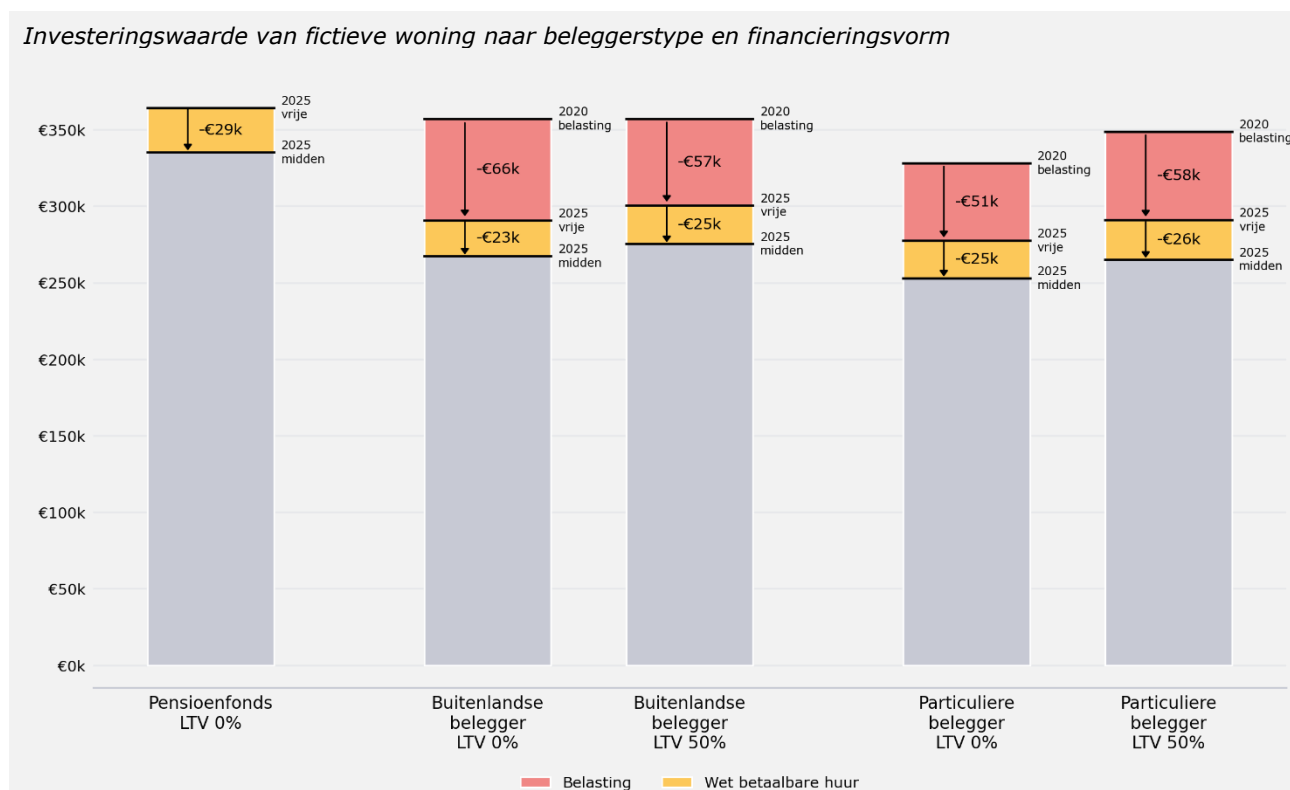
Figuur 3.4 laat zien hoe de kasstroomschokken doorwerken in de maximale biedprijs van beleggers voor een fictieve woning. We gebruiken hiervoor een gestileerd model. De getoonde investeringswaarde is de contante waarde van de netto huurkasstromen plus de contante waarde van de verkoopopbrengst na 15 jaar, waarbij belastingen op verkoopwinst worden meegenomen waar die relevant zijn. We gaan uit van een jaarlijkse groei van zowel de huurinkomsten als de verkoopwaarde van 2,2% en hanteren een rendementseis van 6,4% (SEO, 2025). Om vooral de verschillen in fiscale behandeling zichtbaar te maken, gebruiken we dezelfde rendementseis en aanhoudperiode voor alle beleggers.

Een hogere rente verlaagt in de eerste plaats de investeringswaarde doordat beleggers een hoger vereist rendement verlangen. Dat geldt ook voor beleggers zonder vreemd vermogen. Een precieze kwantificering van dit rente-effect valt buiten deze analyse, omdat een hogere risicovrije rente niet een-op-een doorwerkt in de rendementseis of kapitalisatiefactor. Wanneer de rentestijging samenhangt met hogere inflatie, zullen bovendien nominale huren harder stijgen. Dat dempt het waarderingseffect en maakt de precieze omvang van het rente-effect sterk afhankelijk van aannames die lastig te meten zijn. In de figuur gaan we daarom uit van de renteomgeving van 2025 en tonen we vervolgens de extra effecten van fiscaliteit en huurprijsregulering. Voor de investeringswaarden zijn de kasstromen uit de investering vóór hypotheekrente

²⁵ We gaan in het basisscenario voor het 2020-regime uit van schijf 2; appendix B.3 toont gevoeligheidsanalyses voor andere belastingsschijven. We nemen bovendien aan dat de tegenbewijsregeling niet tot een lagere belastingdruk leidt. Dat was de afgelopen jaren vaak het geval, omdat de regeling op het gehele box 3-vermogen moest worden toegepast en zowel huizenprijzen als aandelenkoersen in relevante jaren stegen.

het relevante uitgangspunt. De biedprijs betreft immers de waarde van de woning zelf; financiering bepaalt daarna hoe die waarde wordt verdeeld tussen schuld en eigen vermogen. Vreemd vermogen verandert de objectwaarde alleen voor zover de fiscale behandeling van schuld of renteaftrek verandert. Daardoor zijn de verschillen tussen LTV 0% en LTV 50% in Figuur 3.4 beperkt en komen zij door het box 3-schuldforfait en de renteaftrekruijnte van buitenlandse bv's.

Figuur 3.4 Fiscale wijzigingen en de Wet betaalbare huur verlagen de investeringswaarden van huurwoningen



Bron: DNB-berekeningen

Noot: De figuur toont een gestileerde berekening van investeringswaarden voor dezelfde fictieve woning. De rente staat in deze figuur op het niveau van 2025; de balken tonen vervolgens het effect van de fiscale wijzigingen en de Wet betaalbare huur. De berekening gebruikt dezelfde vereiste rendementseis van 6,4%, een verwachte groei van huren en verkoopwaarde van 2,2%, en een aanhoudperiode van 15 jaar. De exacte cijfers zijn gevoelig voor de gekozen aannames en moeten daarom vooral als indicatief worden gelezen. Voor buitenlandse beleggers hebben de resultaten specifiek betrekking op beleggers die in 2020 gebruikmaakten van een vastgoed-FBI. In tegenstelling tot de kasstroomanalyse, waarin we uitgaan van een vaste schuld van €200.000, veronderstellen we in de waarderingsanalyse een constante loan-to-value (LTV), zodat de schuld steeds hetzelfde percentage van de woningwaarde bedraagt. Zie Appendix B voor aannames, formules en aanvullende resultaten.

De fiscale wijzigingen hebben een sterk drukkend effect op de waardering van box 3-beleggers en van buitenlandse beleggers met een vastgoed-FBI. Omdat het huidige box 3-regime een overgangsstelsel is, passen we dit regime in deze gestileerde 15-jaarsberekening toe als benadering van de fiscale druk; een structureel ander toekomstig stelsel zou de uitkomsten veranderen. In ons voorbeeld ligt het waarderingsverlies door belastingwijzigingen tussen ongeveer €51.000 en €66.000, of 15% tot 20% ten opzichte van de waardering onder het belastingregime van 2020.²⁶ Pensioenfondsen worden fiscaal niet geraakt. Dit verschil helpt verklaren waarom particuliere en buitenlandse beleggers zich uit de huurmarkt terugtrekken, terwijl pensioenfondsen ruimte houden om in Nederlandse huurwoningen te blijven investeren. Voor alle beleggerstypen geldt echter dat verkoop aan een eigenaar-bewoner op termijn aantrekkelijk kan zijn, omdat de waarde van de woning in verhuurde staat in dit voorbeeld lager ligt dan de marktwaarde van een leeg verkochte woning (€400.000). Dit sluit aan bij de SEO-studie, die in het standaardscenario verwacht dat circa 30% van de middenhuurwoningen in de komende tien jaar wordt uitgepand. De waarderingsverliezen voor box 3-beleggers en buitenlandse beleggers zijn vergelijkbaar, ondanks dat buitenlandse beleggers niet door de box 3-schok worden geraakt. Dat komt doordat het vervallen van het FBI-regime voor vastgoedbeleggingen ook leidt tot een hogere effectieve belastingdruk op verkoopwinsten van buitenlandse beleggers die voorheen via een vastgoed-FBI investeerden. In box 3 wordt ongerealiseerde waardegroei in deze modellering al meegenomen via het jaarlijkse forfaitaire rendement op de woningwaarde.

De Wet betaalbare huur verlaagt in het basisscenario vervolgens voor alle beleggers de investeringswaarde. In het basisscenario ligt de daling door de WBH tussen ongeveer €23.000 en €29.000. Achter dit gemiddelde gaan echter aanzienlijke verschillen schuil, zowel tussen regio's als tussen woningtypen. Korevaar en Van Dijk (2025) vinden dat het verschil tussen markthuur en WWS-huur vooral groot is in gebieden met hoge WOZ-waarden. De aanvullende berekeningen in Appendix B.3 laten zien dat de waardedaling voor beleggers in regio's waar de wet sterk bindend is kan oplopen tot meer dan tweemaal het basisscenario. Voor regio's en woningtypen waarvoor de wet niet of nauwelijks bindend is, blijft de waardedaling beperkt en kan nieuwbouw nog steeds rendabel tot stand komen. Waar de investeringswaarde daarentegen onder de som van bouwkosten en benodigde grondwaarde komt, kan nieuwbouw voor beleggers niet rendabel tot stand komen. Grondprijzen kunnen op termijn meebewegen met lagere residuele waarden, vooral wanneer alle potentiële beleggers vergelijkbaar worden geraakt en het niet mogelijk is om de nieuwbouwprogrammering van huur naar koop te verschuiven. Ook kan optiewaarde in de grond ervoor zorgen dat de grondprijs niet daalt. Bijvoorbeeld als beleggers verwachten dat regulering in de toekomst minder wordt of als huizenprijzen fors stijgen (zie Box 6). Zolang zo'n daling van de grondprijs onvoldoende is, zal het project niet starten. Bij bestaande woningen vergroot een lagere beleggerswaarde de kans dat verkoop aan een eigenaar-bewoner aantrekkelijker is.

Een grotere rol voor de WOZ-waarde binnen het WWS kan de sterkste negatieve investeringsprikkels van de Wet betaalbare huur beperken. Een zwaardere weging van de WOZ-waarde kan de aansluiting tussen gereguleerde huurinkomsten en de economische waarde van de woning verbeteren. Hierdoor kunnen nieuwbouwprojecten beter haalbaar blijven en neemt de prikkel tot uitpanden af. Tegelijkertijd blijft de huurprijs gereguleerd via het puntenstelsel en behouden huurders bescherming tegen excessieve huurprijzen. Een dergelijke aanpassing kan daardoor bijdragen aan een beter evenwicht tussen huurdersbescherming, investeringsbereidheid en het aanbod van huurwoningen.

²⁶ Merk op dat deze waarderingsdaling exclusief de rentestijging is, we nemen immers de rentestand van 2025 aan.

Box 6: Beleidsonzekerheid en investeringen in huurwoningen

Beleidsonzekerheid remt investeringen in huurwoningen doordat zij het rendement verhoogt dat investeerders eisen. Investerings in huurwoningen zijn duurzaam, plaatsgebonden, illiquide en grotendeels onomkeerbaar, want eenmaal gebouwd of aangekocht laat het kapitaal zich niet goedkoop terugtrekken. Volgens de reële-optietheorie krijgt de mogelijkheid om te wachten op meer duidelijkheid daardoor zelf een waarde en wie nu investeert geeft die optie op (Dixit en Pindyck, 1994; Lange en Teulings, 2022). Meer onzekerheid maakt wachten waardevoller en verhoogt zo de drempel die een project moet halen voordat een investeerder instapt (Bloom, 2009). Bij beleidsonzekerheid weegt dit zwaar, omdat huurregulering en de fiscale behandeling van vastgoed de netto huuropbrengst rechtstreeks bepalen en het risico van ongunstige maatregelen zich nauwelijks laat verzekeren of afdekken. Investeerders vragen daarom een risicopremie in de vorm van een hoger vereist rendement (Pástor en Veronesi, 2013), wat zich vertaalt in een lagere prijs die zij voor een pand willen betalen.

Dit is geen louter theoretisch effect, het komt ook naar voren uit empirisch onderzoek naar nieuwbouw. Christou, Gupta en Nyakabawo (2019) laten voor de Verenigde Staten zien dat een onzekerheidsschok vooral de vergunningen en bouwstarts drukt. Dat past bij het wachtmechanisme, omdat dit de meest vooruitkijkende en onomkeerbare stappen in de woningproductie zijn, die ontwikkelaars en verhuurders het gemakkelijkst kunnen uitstellen.

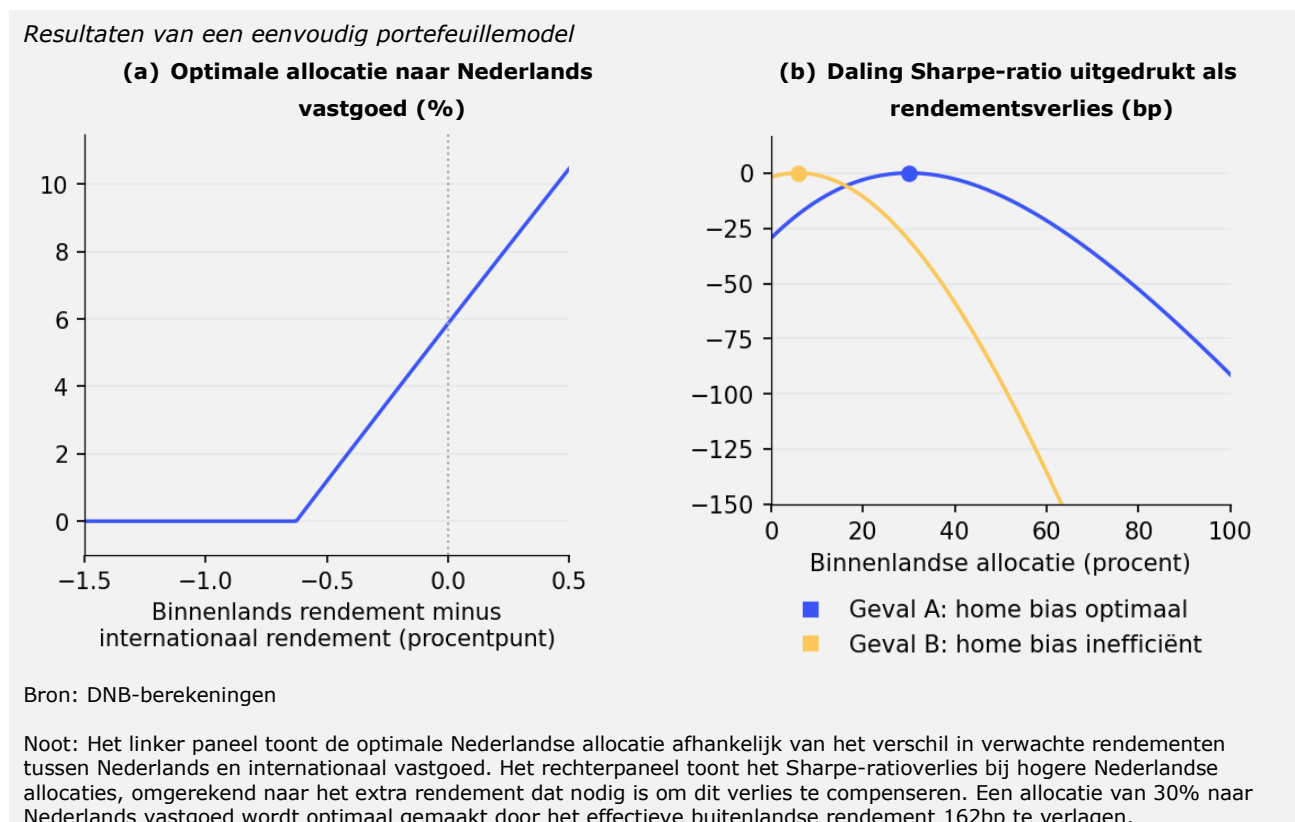
In Nederland is die onzekerheid de afgelopen jaren structureel geworden door een opeenstapeling van hervormingen en nog lopende beleidsdiscussies. Sinds 2021 kregen beleggers te maken met een fors verhoogde overdrachtsbelasting, met de opkoopbescherming die gemeenten sinds 2022 mogen instellen, met de Wet goed verhuurderschap uit 2023, en in 2024 met de Wet vaste huurcontracten en de Wet betaalbare huur, die het puntenstelsel doortrok naar het middenhuursegment. Ook de fiscale behandeling is onrustig. Na het Kerstarrest van 2021 volgden meerdere uitspraken en overbruggingsregelingen, en de Wet werkelijk rendement box 3, die de Tweede Kamer in februari 2026 aannam met beoogde invoering in 2028, wordt nog aangepast en stuit op weerstand in de Eerste Kamer. De precieze fiscale behandeling van vastgoed onder een nieuw box 3-stelsel staat daardoor nog niet vast. Doordat het huidige kabinet voor elke wet afhankelijk is van wisselende steun in de Kamer, blijft de beleidsrichting onvoorspelbaar. Ook dat verhoogt het vereiste rendement voor beleggers en stelt investeringen in huurwoningen uit.

3.3 Internationale diversificatie en de mobiliteit van kapitaal

We gebruiken een theoretisch model om de afweging tussen Nederlands vastgoed en buitenlands vastgoed door internationaal georiënteerde beleggers in beeld te brengen. Zulke beleggers, zoals pensioenfondsen en buitenlandse investeerders, vergelijken beleggingsmogelijkheden in verschillende landen. Daarbij speelt niet alleen het verwachte rendement een rol, maar ook het risico en de mate waarin een belegging bijdraagt aan spreiding van de portefeuille. Om deze afweging te illustreren, gebruiken we een eenvoudig Markowitz-portefeuillemodel waarin beleggers hun allocatie tussen Nederlands en internationaal vastgoed kiezen

op basis van verwacht rendement, risico en de bijdrage aan internationale spreiding.²⁷ We gaan uit van een beleggingshorizon van één jaar en baseren de risicoparameters op jaarlijkse rendementen voor Nederlands en internationaal vastgoed.²⁸ De portefeuille met de hoogste Sharpe-ratio, oftewel het hoogste verwachte overrendement per eenheid risico, bestaat dan voor ongeveer 6% uit Nederlands vastgoed en voor de rest uit buitenlands vastgoed.

Figuur 3.5 De optimale allocatie is gevoelig voor veranderingen in het rendement en een grotere allocatie naar Nederlands vastgoed heeft een prijs



Voor internationale beleggers kan een beperkte verslechtering van het Nederlandse rendement al voldoende zijn om hun allocatie sterk te verlagen. In het model blijkt de optimale allocatie naar Nederlands vastgoed zeer gevoelig voor veranderingen in het verwachte rendement (zie Figuur 3.5a). Zo is een rendementsdaling van minder dan 1 procentpunt ten opzichte van internationaal vastgoed al voldoende om de optimale allocatie naar Nederland naar nul te brengen. Dat komt doordat Nederlands vastgoed het totale

²⁷ Het model is sterk gestileerd, met name wanneer de uitkomsten worden toegepast op pensioenfondsen. In de praktijk bepalen pensioenfondsen hun vastgoedallocatie binnen een veel bredere portefeuille van beleggingscategorieën, regio's en sectoren, mede op basis van ALM-analyses (asset liability management). Daarbij spelen ook de samenhang van vastgoedrendementen met andere portefeuilleonderdelen en de mate waarin beleggingen aansluiten bij pensioenverplichtingen een rol. De resultaten moeten daarom worden gezien als illustratief voor de mogelijke impact van een hogere allocatie naar Nederlands vastgoed en niet als een exacte voorspelling van de gevolgen voor de risico-rendementsverhouding van pensioenfondsen.

²⁸ Op basis van historische rendementen uit Van Dijk en Francke (2025) schatten we een volatiliteit van 11% voor Nederlands vastgoed, tegenover 6% voor een internationale vastgoedportefeuille. De correlatie tussen beide portefeuilles is 0,46. In de basisvariant zetten we het verwachte overrendement van beide portefeuilles op 4% per jaar ten opzichte van de risicovrije rente.

portefeuillerisico nauwelijks verlaagt: de correlatie met internationaal vastgoed is substantieel en de volatiliteit is relatief hoog. De rendementsdalingen door recente beleidsmaatregelen liggen in veel van onze voorbeeldberekeningen aanzienlijk hoger dan 1 procentpunt. Dit kan helpen verklaren waarom internationaal kapitaal zich relatief snel uit de Nederlandse woningmarkt terugtrekt.

Nederlandse pensioenfondsen houden gemiddeld ongeveer een derde van hun vastgoedbeleggingen in Nederland aan (DNB, 2026b), meer dan op basis van optimale internationale spreiding van risico en rendement zou worden verwacht. Deze zogenoemde home bias kan deels worden verklaard door economische factoren. Zo behalen pensioenfondsen dankzij de pensioenfondsvrijstelling nog altijd een relatief aantrekkelijk rendement, zeker vergeleken met particuliere en buitenlandse beleggers. Ook kan buitenslands vastgoed voor Nederlandse fondsen een lager effectief rendement hebben door hogere informatie- en beheerkosten, kosten van valutarisicoafdekking en bronheffing. Daarnaast kan Nederlands vastgoed beter aansluiten bij hun verplichtingen, bijvoorbeeld doordat Nederlandse huren en prijzen sterker samenhangen met Nederlandse inflatie. Het is echter niet duidelijk of de home bias volledig door dergelijke economische factoren kan worden verklaard. Ook maatschappelijke doelen kunnen een rol spelen, bijvoorbeeld wanneer het vergroten van het aanbod betaalbare huurwoningen in Nederland aansluit bij de voorkeuren van deelnemers.

Voor pensioenfondsen kan een grotere allocatie naar Nederlands vastgoed ten koste gaan van de verhouding tussen risico en rendement. Als het huidige Nederlandse aandeel van ongeveer een derde volledig kan worden verklaard door economische factoren, kost volgens het model een verhoging naar 50% Nederlands vastgoed ongeveer 10 basispunten aan rendement per jaar²⁹; een verhoging naar 100% kost ongeveer 91 basispunten (zie Figuur 3.5b). Een beperkte verhoging van de allocatie naar Nederlands vastgoed om extra nieuwbouw te financieren hoeft daarmee niet kostbaar te zijn. Een sterkere afhankelijkheid van pensioenfondsen als kapitaalverstrekker voor de Nederlandse woningbouw kan echter ten koste gaan van de internationale spreiding binnen hun portefeuille. Als de huidige home bias niet volledig economisch te rechtvaardigen is, lopen deze kosten verder op.

²⁹ We meten dit verlies als het extra jaarlijkse rendement, in basispunten, dat nodig is om bij de gekozen allocatie dezelfde Sharpe-ratio te halen als bij de optimale portefeuille.

Literatuur

ABF (2025). *ABF Woningmarktverkenning 2025-2040*. ABF Research.

Autoriteit Financiële Markten & De Nederlandsche Bank (2026). *Monitor leennormen en financiële stabiliteit*.

Autoriteit woningcorporaties (2025). *Huurbevriezing zet corporaties onder grote druk*. Signaalrapportage, Inspectie Leefomgeving en Transport.

Autoriteit woningcorporaties (2026). *Staat van de woningcorporaties*. Autoriteit woningcorporaties, Inspectie Leefomgeving en Transport.

Biesenbeek, C. (2025). *The effect of unemployment, housing tenure and commuting distance on interregional migration in the Netherlands*, *Regional Studies*, 59(1), 244-250.

Biesenbeek, C., & Rupert, R. (2025). *Doorstroming op de Nederlandse woningmarkt*. DNB Analyse, De Nederlandsche Bank.

Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), 623-685.

Brounen, D., Sun, X., & van der Vlist, A. (2026). [Monitor Investeringsklimaat Middenhuur](#).

Caldera, A. & Johansson, A. (2013). The price responsiveness of housing in OECD countries. *Journal of Housing Economics*, 22(3), 231-249.

Capital Value (2026). [Housing and residential investment market in the Netherlands 2026 - New build](#), februari.

Cavalleri, M., Cournède, B. & Özsöğüt, E. (2019). How responsive are housing markets in the OECD? National level estimates. OECD Economics Department Working Papers, No. 1589, OECD Publishing.

Centraal Bureau voor de Statistiek (2025a). [Tijdslijn woningvoorraad](#). Longread, CBS.

Centraal Bureau voor de Statistiek (2025b). [Differentiatie eigendom van woningen, 2021-2024](#).

Centraal Planbureau (2019). *Het bouwproces van nieuwe woningen*. CPB Boek, maart.

Centraal Planbureau (2025). *De effecten van subsidies op woningbouw*. CPB Publicatie, januari.

Centraal Planbureau (2026). *Perspectief op de woningmarkt*. CPB Publicatie, februari.

Centraal Planbureau. (2017). *Prijselasticiteit van het woningaanbod*. Den Haag, augustus.

Centraal Planbureau. (2023). *De Nederlandse economie in historisch perspectief*. Den Haag, juli.

Christou, C., Gupta, R., & Nyakabawo, W. (2019). Time-varying impact of uncertainty shocks on the US housing market. *Economics Letters*, 180, 15-20.

Conijn, J. B. S. (1980). *Achtergronden van de stijging van de woonsubsidies*. ESB, 10 december.

De Meijer, N.M. & Hebbink, G.E. (2025). *Grondslag van een planbatenheffing*. DNB Analyse, De Nederlandsche Bank.

De Nederlandsche Bank (2023). [Pension funds suffer losses on real estate](#). Maart 2023.

De Nederlandsche Bank (2026a). *Voorjaarsraming 2026*. Juni 2026.

De Nederlandsche Bank (2026b). [*Balans van pensioenfondsen inclusief doorkijk participaties in Nederlandse beleggingsinstellingen \(Kwartaal\)*](#).

Dewilde, C. (2022). *Liberalisering volkshuisvesting leidt tot minder woonkeuzevrijheid*. ESB, 107(4809S), 10–16.

Dixit, A. K., & Pindyck, R. S. (1994). *Investment under uncertainty*. Princeton university press.

Eijsink, G.J. & Mastrogiacomio, M. (2023). *Voordeel familiehypothek groter dan jubelton*. ESB, 108(4828), 565-567.

Favara, G., & Imbs, J. (2015). Credit supply and the price of housing. *American Economic Review*, 105(3), 958-992.

Finance Ideas (2024). [*Corporaties in beeld 2024: forse stijging investeringen in nieuwbouw sociale huur*](#). Conijn, J., & Van Hoorn, M., 4 november 2025

Frederik, J. (2025). [*Het woonprobleem van Nederland: iedereen wil betaalbaar wonen, maar niemand wil het betalen*](#). De Correspondent, 12 augustus.

Hans, L. (2026). *Sinds 2022 verkopen investeerders steeds meer woningen*. ESB, 8 juli.

Kadaster (2025). [*Investeerders 2e kwartaal 2025: minder woningen voor verhuur*](#).

Kadaster (2026). [*Investeerders 4e kwartaal 2025: recordaantal woningen verkocht*](#).

Korevaar, M. & van Dijk, J.H. (2025) *Het WWS en de private huurmarkt*. Instituut voor Publieke Economie.

Lange, R. J., & Teulings, C. C. (2022). Uitstel is niet altijd afstel: Stijgende huizenprijzen leiden tot uitstel van nieuwbouw en dat is maar goed ook. *Real Estate Research Quarterly*, 21(2).

Leuvensteijn, M. van & Shestalova, V. (2006), *Investeringsprikkels voor woningcorporaties*. Den Haag: Centraal Planbureau.

Matthijssse, J., Buitelaar, E. & Eskinasi, M. (2012). *Grondprijzen voor sociale woningbouw: Tussen impliciete subsidie en belasting*. Tijdschrift voor de Volkshuisvesting, februari.

Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (2018). *Staat van de woningmarkt 2018*.

Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (2020). *Staat van de volkshuisvesting 2020*.

Ministerie van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening (2024). *Berekening woningbouwopgave*.

Ministerie van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening (2025a). *Tussen wensen en wonen*. Ministerie van VRO, april 2025.

Ministerie van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening (2025b). [*Beantwoording Kamervragen over de woningbouwopgave, investeringscondities en het investeringsklimaat voor woningbouw*](#) (Kamerstuk 36 800 XXII, nr. 8). Den Haag: Tweede Kamer der Staten-Generaal.

Ministerie van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening (2026). *Beantwoording Kamervragen over investeringscapaciteit van pensioenfondsen in de woningbouw*.

Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer (1994). *Volkshuisvesting: Een institutioneel onderzoek naar het beleidsterrein volkshuisvesting over de jaren 1945-1994*. Pivot-rapport 136, Den Haag.

Nederlandse Coöperatieve Vereniging van Makelaars en Taxateurs (2024). [*Welke huurwoningen worden uitgepond*](#), NVM themaonderzoek.

Neuteboom, P., & Van der Heijden, H. (2005). *Conjunctuur op de Nederlandse woning(bouw)markt*. DGW/NETHUR Partnership nr. 33.

Ortec Finance (2023). *Waarde-effecten maatregelen huursector*.

Pástor, Ľ., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520-545.

Planbureau voor de Leefomgeving (2006). *Woningproductie ten tijde van Vinex: Een verkenning*. NAI Uitgevers / Ruimtelijk Planbureau, Den Haag.

Priemus, H. (1985). *De hardnekkigheid van objectsubsidiering in de volkshuisvesting*. ESB, 24 juli.

Priemus, H. (1988). *Keerpunt in de volkshuisvesting*. ESB, 21 september.

Rijksoverheid (1953–1998). *Miljoenennota's* (selectie van jaargangen).

Rijksoverheid (2002, 2007, 2010, 2026). *Begrotingen van het Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening (en Milieubeheer)*.

Rijksoverheid (2017). *Begroting van het Ministerie van Wonen en Rijksdienst*.

Rijksoverheid (2022). *Begroting van het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties*.

Rijksoverheid (2024). *IBO Woningbouw en grond: Op grond kun je bouwen*. Interdepartementaal Beleidsonderzoek.

Rijksoverheid (2025). *IBO Huursector: Thuisgeven*. Interdepartementaal Beleidsonderzoek.

SEO Economisch Onderzoek (2022a). *Evaluatie FBI en VBI*. Rapport, juli.

SEO Economisch Onderzoek (2022b). *De waarde van woningen in verhuurde staat*. Rapport, juli.

SEO Economisch Onderzoek (2023). *Stapeling maatregelen huurmarkt. Een analyse van niet-fiscale en fiscale maatregelen*. Rapport, maart.

SEO Economisch Onderzoek (2025). *Investeringsklimaat middenhuur*. Rapport, september.

Sinninghe Damsté, J., & van der Drift, R. (2025). *Home Equity's Role in Shaping House Price Dynamics*. SSRN Working Paper 5360540.

StiVAD (2026). *Feiten & Visie – Analyse van de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt*. Stichting Vastgoeddata Marktrapport, maart.

Studiegroep Begrotingsruimte (2025), *Rapport 18e Studiegroep Begrotingsruimte*, Ministerie van Financiën.

Stutterheim, Y., van der Sluijs, D., & Schellekens, M. (2023). *Rendement particuliere verhuurders onder druk*. ESB, 108(4828), 558-561.

Teulings, C. (2025). *Grote steden, pak bezitters van ruimtevreterende auto's aan*. ESB (column), april.

Tweede Kamer der Staten-Generaal (1988). *Parlementaire Enquête Bouwsubsidies: Rapport van de Parlementaire Enquêtecommissie Bouwsubsidies*. Vergaderjaar 1987-1988, 19 623, nr. 30, Den Haag.

Van Dijk, D. W., & Francke, M. K. (2025). Commonalities in private commercial real estate market liquidity and price index returns. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 71(2), 141-177.

Veenstra, J. & Van Ommeren, B. (2015). Kredietgarantie voor corporaties is goud waard. ESB, 13 augustus

Appendix A: Analyse van StiVAD-transactiedata

De analyse in sectie 3.1 gebruikt StiVAD-data over woningtransacties door professionele beleggers.

StiVAD combineert transacties die door deelnemers worden gerapporteerd met openbare transacties uit het Kadaster. De Kadasterlevering bevat transacties vanaf circa €1 miljoen, terwijl voor door deelnemers gemelde transacties geen formele ondergrens geldt. In de verwerking ligt de focus op transacties vanaf €5 miljoen, waarbij relevante kleinere transacties eveneens worden meegenomen. De dataset bevat daardoor voornamelijk transacties op complex- of portefeuilleniveau, terwijl transacties op woningniveau minder goed worden waargenomen. Om dubbeltellingen te voorkomen en de verschillende bronnen consistent te combineren, onderscheiden we vier typen transactieregistraties. Een eigenaar-transactie (ET) is door een deelnemer gemeld; een openbare transactie (OT) komt uit de Kadasterbron. Een OT-ET is een openbare Kadastertransactie die aan een ET is gekoppeld en dus dezelfde onderliggende markttransactie beschrijft. We gebruiken de OT-ET-registratie als die beschikbaar is; de gekoppelde ET wordt dan niet meegeteld. ET-transacties zonder gekoppelde OT-ET blijven wel in de dataset. Daarnaast tellen openbare Kadastertransacties die aan een StiVAD-eigenaar kunnen worden gekoppeld (OT-rappel) en overige openbare transacties (OT-basic) mee. Zie ook StiVAD (2026) voor meer details.

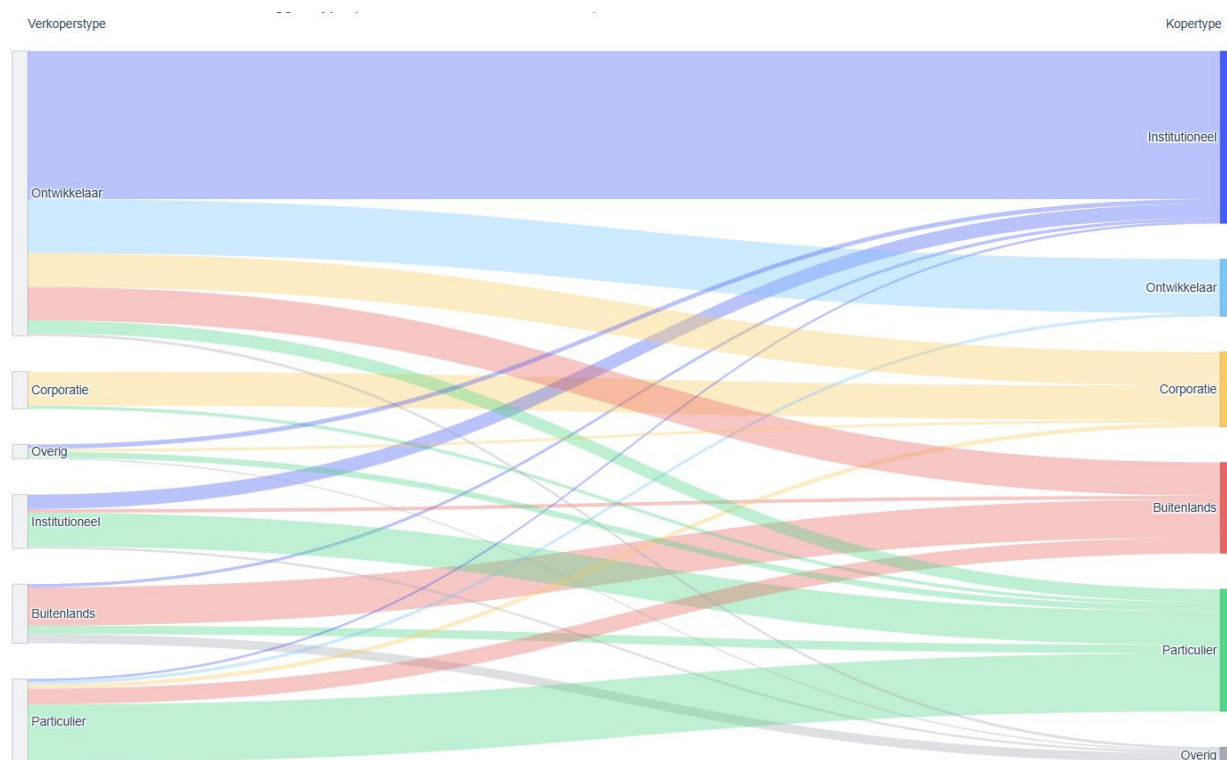
We hercoderen de ruwe koper- en verkoperstypen en gebruiken landcodes om de indeling te controleren. De ruwe labels worden ingedeeld in zes categorieën: institutionele beleggers, particuliere beleggers, woningcorporaties, buitenlandse beleggers, projectontwikkelaars en overig. Als de landcode niet past bij het opgegeven type, corrigeren we de categorie: een buitenlandse landcode wijst in beginsel op een buitenlandse belegger, terwijl een Nederlandse landcode bij een buitenlandse belegger juist op een mogelijke misclassificatie wijst. Voor een klein aantal handmatig gecontroleerde transacties met grote volumes passen we aanvullende correcties toe. Figuur A.1 laat de bruto transactiestromen tussen alle koper- en verkoperstypen zien, inclusief woningcorporaties en projectontwikkelaars.

Voor Figuur 3.1 gebruiken we een nieuwbouwdefinitie die zowel het transactietype als de rol van projectontwikkelaars meeneemt. Turnkey- en construction-transacties tellen we als nieuwbouw. Daarnaast tellen verkopen van projectontwikkelaars aan niet-ontwikkelaars als nieuwbouw, ook wanneer het transactietype zelf niet als nieuwbouw is gemarkeerd. Transacties tussen twee projectontwikkelaars sluiten we uit, omdat die geen eindbelegging in nieuwbouw weergeven.

Woningcorporaties blijven buiten Figuur 3.1, omdat hoofdstuk 3 zich richt op private beleggers buiten de corporatiesector. We berekenen de stromen wel op dezelfde opgeschoonde data, maar tonen corporaties niet als categorie in de nieuwbouw- en bestaande-voorraadpanelen. In Figuur A.1 zijn zij wel zichtbaar.

Figuur A.1 Transactiestromen tussen beleggerstypen

Bruto transactievolume van verkoperstype naar kopertype, 2021-2025



Bron: StiVAD-data

Noot: Alleen stromen groter dan €0,05 miljard worden weergegeven. Anders dan Figuur 3.1 bevat deze figuur ook woningcorporaties en projectontwikkelaars.

Appendix B: Analyse van kasstromen en investeringswaarden

Deze appendix documenteert de parameters, formules en robuustheidsanalyses achter Figuur 3.3 en Figuur 3.4. De kasstroomanalyse rapporteert de maandelijkse kasstroom voor de belegger na operationele kosten, belastingen en rentebetalingen. De waarderinganalyse gebruikt dezelfde woning- en fiscale aannames, maar bepaalt de maximale biedprijs op basis van de contante waarde van de verwachte kasstromen over een periode van 15 jaar, inclusief de verkoopopbrengst aan het einde van die periode.

B.1 Parameters

Grootheid	2020 vrije sector	2025 vrije sector	2025 middenhuur
Maandhuur H	€ 1.500	€ 1.500	€ 1.200
WBH-effect op de huur w	0%	0%	-20% (Korevaar en van Dijk, 2025)
WOZ- of verkoopwaarde $\bar{V}$	€ 400.000	€ 400.000	€ 400.000
Exploitatiekosten o	25%	25%	25%
$NOI = 12H(1 - o)$	€ 13.500	€ 13.500	€ 10.800
Hypotheekrente i	2,0%	5,0%	5,0%

Grootheid	2020-regime	2025-regime	Robuustheid
Box 3-tarief t^{box3}	30%	36%	-
Box 3-forfait woning f^w	4,19% in schijf 2	5,88%	2020: schijf 1+2, schijf 3
Box 3-forfait schuld f^d	4,19% in schijf 2	2,70%	2020: schijf 1+2, schijf 3
Vpb op huurwinst t_y^e en op waardestijging t_c^e	0% via vastgoed-FBI	25,8% via bv	-
Dividendbelasting op huurutkering t_y^d	5%	5%	0% en 15%
Dividendbelasting op verkoopwinst t_c^d	0% in de FBI-route	5%	0% en 15%
Renteaftrekruijmt buitenlandse bv ϕ	Geen vpb-beperking in de FBI-route	24,5% van NOI	volledige renteaftrek

Grootheid	Waarde	Toepassing
Bruto aanvangsrendement B voor waardeschaling	4,5% (StiVAD-data)	gebruikt om $\bar{V}$ te schalen in de WBH-robustheden
Schuld D in de kasstroomanalyse	€ 0 of € 200.000	€ 200.000 correspondeert met 50% van € 400.000
Loan-to-value L in de waardering	pensioenfondsen 0%; particulier en buitenlands 0% of 50%	bij vreemd vermogen geldt $D = LV$
Vereiste rendementseis r	6,4% (SEO, 2025)	gelijk voor alle beleggerstypen
Jaarlijkse groei van huren en verkoopwaarde g	2,2% (SEO, 2025)	gelijk voor alle scenario's
Aanhoudperiode N	15 jaar	gelijk voor alle beleggerstypen

Bruto huurrendement	LWR 2020	LWR 2025
$12H/\bar{V} \leq 1\%$	45%	73%
$1\% < 12H/\bar{V} \leq 2\%$	51%	79%
$2\% < 12H/\bar{V} \leq 3\%$	56%	84%
$3\% < 12H/\bar{V} \leq 4\%$	62%	90%
$4\% < 12H/\bar{V} \leq 5\%$	67%	95%
$5\% < 12H/\bar{V} \leq 6\%$	73%	100%
$6\% < 12H/\bar{V} \leq 7\%$	78%	100%
$12H/\bar{V} > 7\%$	85%	100%

In 2020 hing het forfait niet af van de werkelijke samenstelling van het vermogen, maar van de totale box 3-grondslag na het heffingsvrij vermogen. De schijfkeuze is daarom een aanname over hoeveel ander box 3-vermogen de belegger al heeft voordat de verhuurde woning wordt meegerekend. Voor 2020 gebruiken we hetzelfde forfait voor woning en schuld, omdat de belasting toen werd berekend over de netto rendementsgrondslag.

Schijfkeuze 2020	Onderliggende aanname	Forfait woning f_{2020}^w	Forfait schuld f_{2020}^d	Gebruik in model
Schijf 1+2	Overig box 3-vermogen gelijk aan heffingsvrij vermogen; woning €300.000 (incl. LWR), deels in eerste en tweede schijf	3,60%	3,60%	Robuustheid
Schijf 2	Gemiddeld overig box 3-vermogen; de woning valt in schijf 2 (€ 72.797-€)	4,19%	4,19%	Basisscenario
Schijf 3	Veel overig box 3-vermogen; de woning valt in schijf 3 (> € 1.005.572)	5,28%	5,28%	Robuustheid

B.2 Formules

We onderscheiden twee kasstroombegrippen. CF^V is de jaarlijkse kasstroom uit de investering vóór hypotheekrente; die kasstroom is relevant voor de waardering van de woning. CF^I is de jaarlijkse kasstroom voor de belegger na rentebetaling; die kasstroom wordt in Figuur 3.3 per maand getoond. De formules gelden voor elke kolom in Tabel B.1a: vul de bijbehorende huur H , waarde V , leegwaarderatio λ , rente i en fiscale parameters in. In de kasstroomanalyse is D exogeen; in de waarderingsanalyse geldt bij vreemd vermogen $D = LV$.

$$NOI = 12H(1 - o)$$

$$\gamma = \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^N, \quad \delta = (1+r)^{-N}$$

Pensioenfondsen

$$CF_{pens}^V = CF_{pens}^I = NOI$$

$$V_{pens} = \frac{1-\gamma}{r-g} CF_{pens}^V + \gamma \bar{V}$$

Buitenlandse belegger

$$I^{aftrek} = \min(iD, \phi NOI)$$

$$CF_{buit}^V = (NOI(1 - t_y^e) + I^{aftrek} t_y^e)(1 - t_y^d)$$

$$CF_{buit}^I = CF_{buit}^V - iD$$

Laat $\kappa = (1 - t_c^e)(1 - t_c^d)$. Als de renteaftrek niet door earningsstripping wordt beperkt, dus $I^{aftrek} = iLV_{buit}$, geldt:

$$V_{buit} = \frac{\frac{1-\gamma}{r-g} \text{NOI}(1-t_y^e)(1-t_y^d) + \gamma \kappa \bar{V}}{1 - (1-\kappa)\delta - \frac{1-\delta}{r} i L t_y^e (1-t_y^d)}$$

Als de earningsstrippingcap bindt, dus $I^{af trek} = \phi \text{NOI}$, geldt:

$$V_{buit} = \frac{\frac{1-\gamma}{r-g} (\text{NOI}(1-t_y^e) + t_y^e \phi \text{NOI})(1-t_y^d) + \gamma \kappa \bar{V}}{1 - (1-\kappa)\delta}$$

Particuliere belegger in box 3

$$CF_{part}^V = \text{NOI} - t^{box3} (f^w \lambda \bar{V} - f^d D)$$

$$CF_{part}^I = CF_{part}^V - iD$$

Met $D = LV_{part}$ volgt:

$$V_{part} = \frac{\frac{1-\gamma}{r-g} (\text{NOI} - t^{box3} f^w \lambda \bar{V}) + \gamma \bar{V}}{1 - \frac{1-\delta}{r} t^{box3} f^d L}$$

B.3 Robuustheidsanalyses

In de WBH-robustheden blijft de middenhuur € 1.200 per maand. De bijbehorende vrije-sectorhuur is $H^{vrij} = H^{midden}/(1+w)$: bij $w = -10\%, -20\%, -40\%$, is dat respectievelijk € 1.333, € 1.500 en € 2.000. De referentiewaarde wordt herschaald als $\bar{V} = 12H^{vrij}/B$, met $B = 4,5$. In de kasstroomanalyse is schuld exogeen (€ 0 of € 200.000); in de waarderingsanalyse geldt bij vreemd vermogen $D = LV$.

Particuliere beleggers in box 3 – kasstromen

Voor particuliere beleggers varieert de robuustheidsanalyse de box 3-schijfkeuze in het 2020-regime en het WBH-effect. De kolom Box 3/leegwaarderatio bevat zowel de wijziging in box 3 als de hogere leegwaarderatio. De schijfkeuze beïnvloedt de startwaarde en de overgang naar 2025; de eindkasstroom in 2025 hangt er niet meer van af.

LTV	Schijf 2020	WBH-effect	2020	Rente	Box 3/LWR	WBH	2025 midden
0%	Schijf 1+2	-10%	785	0	-381	-100	304
0%	Schijf 1+2	-20%	884	0	-429	-190	265
0%	Schijf 1+2	-40%	1.178	0	-572	-497	110
0%	Schijf 2	-10%	751	0	-347	-100	304
0%	Schijf 2	-20%	845	0	-390	-190	265
0%	Schijf 2	-40%	1.126	0	-520	-497	110
0%	Schijf 3	-10%	686	0	-281	-100	304
0%	Schijf 3	-20%	771	0	-317	-190	265

0%	Schijf 3	-40%	1.028	0	-422	-497	110
50%	Schijf 1+2	-10%	632	-500	-399	-100	-367
50%	Schijf 1+2	-20%	730	-500	-447	-190	-406
50%	Schijf 1+2	-40%	1.025	-500	-590	-497	-562
50%	Schijf 2	-10%	627	-500	-394	-100	-367
50%	Schijf 2	-20%	721	-500	-437	-190	-406
50%	Schijf 2	-40%	1.002	-500	-567	-497	-562
50%	Schijf 3	-10%	616	-500	-383	-100	-367
50%	Schijf 3	-20%	702	-500	-419	-190	-406
50%	Schijf 3	-40%	959	-500	-524	-497	-562

Particuliere beleggers in box 3 – investeringswaarden

LTV	Schijf 2020	WBH-effect	2020-regime	Box 3/ LWR	WBH	2025 midden
0%	Schijf 1+2	-10%	296.089	-49.396	-12.955	233.738
0%	Schijf 1+2	-20%	333.101	-55.570	-24.579	252.951
0%	Schijf 1+2	-40%	444.134	-74.094	-64.325	305.715
0%	Schijf 2	-10%	291.590	-44.896	-12.955	233.738
0%	Schijf 2	-20%	328.039	-50.508	-24.579	252.951
0%	Schijf 2	-40%	437.385	-67.345	-64.325	305.715
0%	Schijf 3	-10%	283.148	-36.455	-12.955	233.738
0%	Schijf 3	-20%	318.542	-41.012	-24.579	252.951
0%	Schijf 3	-40%	424.722	-54.682	-64.325	305.715
50%	Schijf 1+2	-10%	312.048	-53.462	-13.580	245.006
50%	Schijf 1+2	-20%	351.054	-60.144	-25.764	265.146
50%	Schijf 1+2	-40%	468.072	-80.192	-67.426	320.453
50%	Schijf 2	-10%	310.010	-51.424	-13.580	245.006
50%	Schijf 2	-20%	348.762	-57.852	-25.764	265.146
50%	Schijf 2	-40%	465.016	-77.136	-67.426	320.453
50%	Schijf 3	-10%	306.090	-47.503	-13.580	245.006
50%	Schijf 3	-20%	344.351	-53.441	-25.764	265.146
50%	Schijf 3	-40%	459.134	-71.255	-67.426	320.453

Buitenlandse beleggers die gebruikmaakten van een vastgoed-FBI – kasstromen

Voor buitenlandse beleggers varieert de robuustheidsanalyse het WBH-effect, de dividendbelasting en de renteaftrekruijmt. Fiscaliteit/renteaftrek combineert de overgang van FBI naar bv en, bij de earningsstrippingcap, de renteaftrekbeperking. Bij LTV 0% is renteaftrek niet relevant; die variant wordt daarom eenmaal getoond.

LTV	Renteaftrek	WBH-effect	Dividend-belasting	2020	Rente	Fiscaliteit/renteaftrek	WBH	2025 midden
0%	Geen schuld	-10%	0%	1.000	0	-258	-74	668
0%	Geen schuld	-10%	5%	950	0	-245	-70	634
0%	Geen schuld	-10%	15%	850	0	-219	-63	568
0%	Geen schuld	-20%	0%	1.125	0	-290	-167	668
0%	Geen schuld	-20%	5%	1.069	0	-276	-159	634
0%	Geen schuld	-20%	15%	956	0	-247	-142	568
0%	Geen schuld	-40%	0%	1.500	0	-387	-445	668
0%	Geen schuld	-40%	5%	1.425	0	-368	-423	634
0%	Geen schuld	-40%	15%	1.275	0	-329	-378	568
50%	Earningsstrippingcap	-10%	0%	667	-500	-195	-81	-109
50%	Earningsstrippingcap	-10%	5%	617	-500	-185	-76	-145
50%	Earningsstrippingcap	-10%	15%	517	-500	-166	-68	-217
50%	Earningsstrippingcap	-20%	0%	792	-500	-219	-181	-109
50%	Earningsstrippingcap	-20%	5%	735	-500	-208	-172	-145
50%	Earningsstrippingcap	-20%	15%	623	-500	-186	-154	-217
50%	Earningsstrippingcap	-40%	0%	1.167	-500	-292	-483	-109
50%	Earningsstrippingcap	-40%	5%	1.092	-500	-278	-459	-145
50%	Earningsstrippingcap	-40%	15%	942	-500	-248	-411	-217
50%	Volledig	-10%	0%	667	-500	-43	-74	49
50%	Volledig	-10%	5%	617	-500	-41	-70	5
50%	Volledig	-10%	15%	517	-500	-37	-63	-83
50%	Volledig	-20%	0%	792	-500	-75	-167	49
50%	Volledig	-20%	5%	735	-500	-71	-159	5
50%	Volledig	-20%	15%	623	-500	-64	-142	-83
50%	Volledig	-40%	0%	1.167	-500	-172	-445	49
50%	Volledig	-40%	5%	1.092	-500	-163	-423	5
50%	Volledig	-40%	15%	942	-500	-146	-378	-83

Buitenlandse beleggers die gebruikmaakten van een vastgoed-FBI - investeringswaarden

LTV	Renteaftrek	WBH-effect	Dividend-belasting	2020-regime	Fiscaliteit/ renteaftrek	WBH	2025 midden
0%	Geen schuld	-10%	0%	323.887	-56.343	-10.702	256.843
0%	Geen schuld	-10%	5%	317.409	-59.034	-10.335	248.040
0%	Geen schuld	-10%	15%	304.454	-65.359	-9.564	229.531
0%	Geen schuld	-20%	0%	364.373	-63.385	-24.079	276.908
0%	Geen schuld	-20%	5%	357.085	-66.413	-23.254	267.419
0%	Geen schuld	-20%	15%	342.510	-73.528	-21.518	247.464
0%	Geen schuld	-40%	0%	485.830	-84.514	-64.210	337.106
0%	Geen schuld	-40%	5%	476.114	-88.551	-62.010	325.553
0%	Geen schuld	-40%	15%	456.681	-98.038	-57.382	301.260
50%	Earningsstrippingcap	-10%	0%	323.887	-47.226	-11.613	265.047
50%	Earningsstrippingcap	-10%	5%	317.409	-50.230	-11.215	255.964
50%	Earningsstrippingcap	-10%	15%	304.454	-57.211	-10.378	236.864
50%	Earningsstrippingcap	-20%	0%	364.373	-53.129	-26.130	285.113
50%	Earningsstrippingcap	-20%	5%	357.085	-56.508	-25.235	275.342
50%	Earningsstrippingcap	-20%	15%	342.510	-64.363	-23.352	254.796
50%	Earningsstrippingcap	-40%	0%	485.830	-70.839	-69.680	345.311
50%	Earningsstrippingcap	-40%	5%	476.114	-75.345	-67.292	333.477
50%	Earningsstrippingcap	-40%	15%	456.681	-85.817	-62.271	308.593
50%	Volledig	-10%	0%	323.887	-36.837	-11.482	275.568
50%	Volledig	-10%	5%	317.409	-40.888	-11.061	265.461
50%	Volledig	-10%	15%	304.454	-49.900	-10.182	244.371
50%	Volledig	-20%	0%	364.373	-41.442	-25.834	297.097
50%	Volledig	-20%	5%	357.085	-45.999	-24.887	286.200
50%	Volledig	-20%	15%	342.510	-56.138	-22.910	263.463
50%	Volledig	-40%	0%	485.830	-55.255	-68.892	361.683
50%	Volledig	-40%	5%	476.114	-61.331	-66.365	348.418
50%	Volledig	-40%	15%	456.681	-74.851	-61.092	320.738