

Voorwoord

Het eerste kwartaalbericht van het Ten Have Instituut is door de markt goed ontvangen. We voorzien daarmee in een behoefte van zowel taxateurs als andere stakeholders.

Het Ten Have Instituut wil middels deze publicatie inzicht geven aan taxateurs hoe zij om kunnen gaan met de ontwikkeling van toekomstige kosten en opbrengsten. Hierbij merken wij op, dat wij ook niet de wijsheid in pacht hebben, maar bieden we handvatten voor een passende onderbouwing.

Hoe vastgoedeigenaren vandaag investeren wordt mede beïnvloed door hun verwachtingen over de toekomstige ontwikkeling van prijzen en marktwaarden. Als we de inflatieverwachtingen van investeerders beter begrijpen, kan een taxateur een betere onderbouwing aan zijn waardering geven.

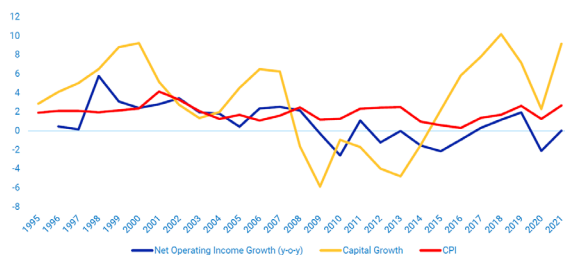
De ontwikkelingen in de wereld in het afgelopen kwartaal leveren veel zorgen op. Het leed in Oekraïne leidt tot een humanitaire crisis en kan via de energiecrisis uitmonden in zware economische tijden. De onzekerheid over de toekomst is fors toegenomen. Dit betekent dat de onzekerheid in de waarderingen ook sterk toeneemt.

Het is aan de taxateur om duiding te geven aan deze ontwikkelingen en dat te vertalen naar zijn of haar waardering. Dit kan zijn in zowel kwantitatieve resultaten, als in het benoemen van kwalitatieve aspecten in bijvoorbeeld de SWOT analyse.

De sterk oplopende inflatie levert rekenkundig bij een DCF (discounted cashflow) berekening een veel hogere waarde op, als aan alle andere parameters niets veranderd. De taxateur moet zich er echter van vergewissen of deze hogere inflatie, zeker in combinatie met de oplopende onzekerheid, ook wel daadwerkelijk leidt tot een hogere waarde.

Inflatie en impact op vastgoedrendementen in Nederland

Beperkte relatie met waardeontwikkeling en inflatie
Sterkere relatie met net huurinkomsten ontwikkeling



MSCI Source: OECD; CPI

Information Classification: GENERAL

Bron: MSCI

Een recente presentatie van MSCI laat zien dat inflatie en waarde ontwikkeling maar een beperkte correlatie laten zien. Echter, een stijging van inflatie werkt door in stijgende renten en daarmee stijgen eveneens de rendementseisen. Immers, bij inflatie van 7% en het hanteren van een disconteringsvoet van eveneens 7% is het reële rendement 0%.

Mogelijk zullen andere parameters, waarin het risico wordt verwerkt, ook veranderen welke een dempend effect in de berekening op kunnen leveren. Het is aan de taxateur om ALLE parameters op hun merites te beoordelen en uiteindelijk via de verzoening te komen tot een waardering die aansluit bij het gekozen waardebegrip, en de peildatum van de waardering.

Voor taxateurs die vastgoed waarderen van beleggers, die participant zijn in de Nederlandse Vastgoedindex (MSCI), geldt een voorgeschreven inflatiescenario voor contracturen. Het NRVT heeft vorig jaar september het laatste scenario gepubliceerd, welke is gebaseerd op CPB voorspellingen van destijds.

Het gebruik van het 'NRVT' inflatiescenario is geen verplichting voor alle taxateurs vanuit de NRVT regelgeving. Taxateurs die niet voor de Nederlandse Vastgoedindex waarderen zijn in de basis vrij om zelf een inflatiereeks toe te passen. Het principe comply or explain is hierbij leidend. Echter, in veel gebruikte taxatiesystemen als flux kunnen de parameters uit de Forecast Index (nog) niet worden overschreven. De kostenindex is daarentegen wel overschrijfbaar. Daarnaast dient de taxateur een inschatting te maken van de markthuurontwikkeling.

Voor de komende periode staan diverse gesprekken op de planning met onder andere NRVT en IVBN over toepassing van de inflatiereeks. Het voordeel is dat het leidt tot een betere vergelijkbaarheid van waarderingen. Tegelijkertijd is het een beperking van de autonomie van de taxateur welke zeker in deze tijd kan leiden tot een onderbouwing van waarderingen die geen recht doet aan de werkelijkheid van de dag. Overigens blijkt uit onderzoek van MSCI dat het hanteren van een voorgeschreven scenario naast Nederland slechts in één ander land gebeurt.

Zoals ook in het vorige kwartaalbericht aangegeven zit er een wezenlijk verschil in de indexatie van de verschillende soorten kasstromen in een vastgoedwaardering. Contracturen zijn meestal

gekoppeld aan het CPI alle huishoudens maar voor wonen wordt de huurprijsontwikkeling grotendeels door de overheid gereguleerd. Zelfs in het geliberaliseerde domein geldt momenteel een beperking op de maximale indexatie van huurprijzen van 3,3% ongeacht wat in de huurovereenkomst is opgenomen. Het is dus zeker niet zo dat de inflatie altijd 1 op 1 doorgerekend kan worden in de contracthuurstijging. De indexatie van de kosten ligt momenteel veelal hoger dan de gemeten inflatie. Bouwkosten stijgen harder dan de markt kan absorberen met alle negatieve gevolgen van dien.

De tabel hierna toont de ontwikkeling van de liberalisatiegrens, welke gedurende 2015 tot 2018 vast stond, maar de afgelopen jaren jaarlijks wordt verhoogd.

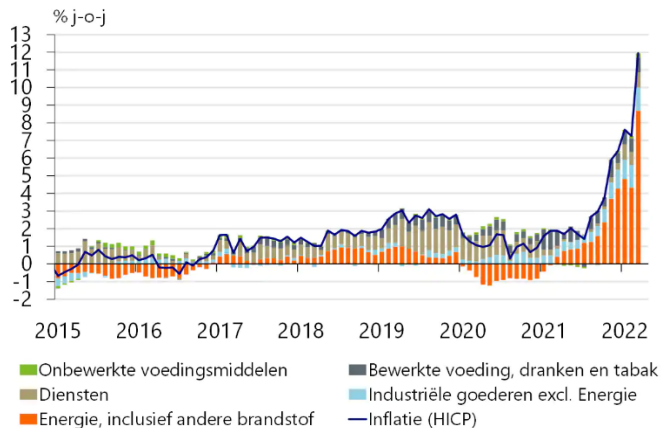
Datum	Liberalisatiegrens	Vershil (€)	Vershil (%)
1 januari 2011	€ 652,52		
1 januari 2012	€ 664,66	€ 12,14	1,86%
1 januari 2013	€ 681,02	€ 16,36	2,46%
1 januari 2014	€ 699,48	€ 18,46	2,71%
1 januari 2015	€ 710,68	€ 11,20	1,60%
1 januari 2016	€ 710,68	€ 0,00	0,00%
1 januari 2017	€ 710,68	€ 0,00	0,00%
1 januari 2018	€ 710,68	€ 0,00	0,00%
1 januari 2019	€ 720,42	€ 9,74	1,37%
1 januari 2020	€ 737,14	€ 16,72	2,32%
1 januari 2021	€ 752,33	€ 15,19	2,06%
1 januari 2022	€ 763,47	€ 11,14	1,48%
Gemiddeld			1,44%

De maximale redelijke huur voor het sociale segment is wettelijk vastgelegd. De exacte regels voor de toegestane huurverhogingen voor woonruimten per 01 juli 2022 zijn terug te vinden op: <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/woning-huren/vraag-en-antwoord/maximale-huurverhoging-2022>

Inflatie

De economische berichten worden nog steeds beheerst door de ontwikkeling van de inflatie. Waar in het vorige kwartaalbericht de verwachting nog was dat er sprake zou zijn van een kortstondige piek, lijkt de hoge inflatie inmiddels structureler van aard te zijn.

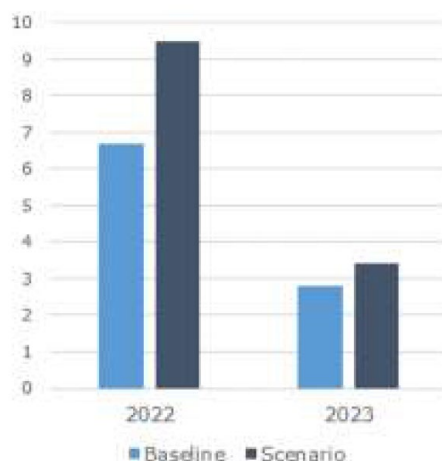
In de inflatiemonitor Nederland van de Rabobank van 1 april jongstleden stond de volgende grafiek:



Bron: Rabobank

De presentatie¹ van de president van de DNB op 6 april jongstleden aan de Tweede Kamer schetst een somber beeld over de komende periode.

Inflatie Nederland (HICP, percentage)



Bron: DNB

Afhankelijk van de feitelijke ontwikkelingen wordt voor dit jaar een totale inflatie voorzien van bijna 7% en voor volgend jaar van bijna 3%. Als Poetin echter de gaskraan verder dicht draait, kan de inflatie aanzienlijk hoger uitkomen. De volgende verwachtingen zijn inmiddels uitgebracht over de te verwachten inflatie (basisscenario):

	2022	2023	2024
CPB ²	5,2%	2,4%	
Rabobank ³	5,5%	2,9%	
ECB ⁴	5,1%	2,1%	1,9%
ING ⁵	6,5%	2,3%	

¹<https://www.dnb.nl/media/0dmmxlrp/rondetafel-inflatie-6-april.pdf>

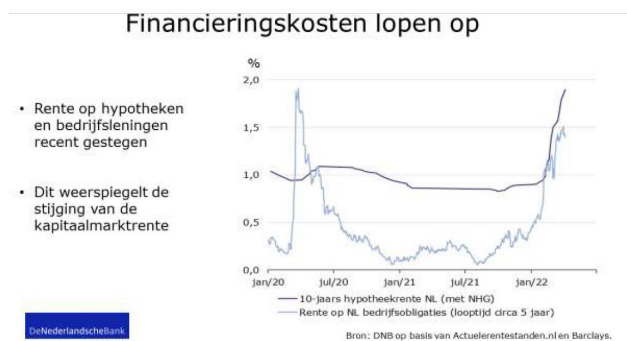
²<https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/Centraal-Economisch-Plan-CEP-2022.pdf>

³<https://www.rabobank.nl/kennis/d011256394-inflatiemonitor-nederland-april-2022>

⁴https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections.202203_ecbstaff~44f998dfd7.nl.html

⁵<https://www.ing.nl/zakelijk/kennis-over-de-economie/onze-economie/de-nederlandse-economie/publicaties/verwachtingen-voor-de-nederlandse-economie-in-cijfers.html>

Teneinde de inflatie in te perken zien we een brede ontwikkeling waarbij centrale banken hun beleidsrente (fors) verhogen, wat leidt tot een aanzienlijke stijging van de kapitaalslasten voor burgers en bedrijven.



Bron: Rabobank

De sterk stijgende hypotheekrente laat al de eerste gevolgen zien. In de publicatie van de kwartaalcijfers van de NVM over het 1^e kwartaal was voor het eerst in vele jaren een (marginale) daling van de woningprijzen te zien. Of dit een eenmalige reflectie is op de toestand in de wereld, of dat dit het begin is van een trendbreuk, valt nog niet in te schatten. Duidelijk is wel dat de sterk stijgende financieringslasten hun effect hebben op de betaalbaarheid van investeringen. Voor de inschatting van toekomstige waarde ontwikkelingen zal de taxateur de inschatting moeten maken wat de verwachting is voor de regio en het soort vastgoed wat moet worden gewaardeerd.

Voor de taxateur die een meer gedetailleerde prognose wil voor de inflatie kan daarbij bijvoorbeeld gebruik maken van de Consensus forecast⁶. Voor het langjarig gemiddelde blijft het streefcijfer van de ECB de meest aannemelijke bron.

Bouwkosten

Bij vele waarderingen spelen bouwkosten en/of onderhoudskosten een rol bij het bepalen van de juiste waarde. De taxateur zal in de praktijk veelal gebruik maken van kengetallen om een valide inschatting te maken van de te verwachten onderhouds- en/of investeringskosten, welke in de beschouwingsperiode worden meegenomen.

Voor zowel de onderhoudskosten als de bouwkosten wordt de indexatie voor een belangrijk deel bepaald door de loonkostenontwikkeling en deels door de ontwikkeling van prijzen van materialen. Vooral bij de onderhoudskosten vindt het zwaartepunt van de prijsontwikkeling zijn oorsprong in de loonkosten.

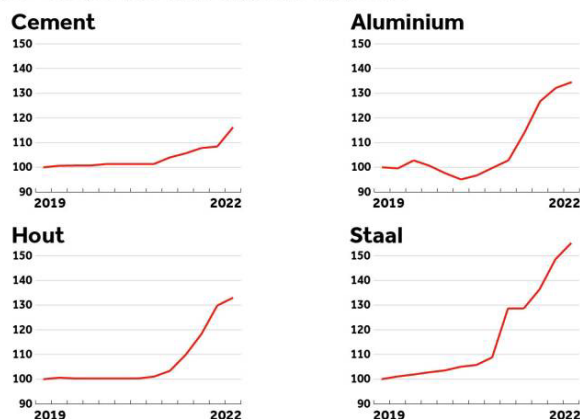
⁶<https://www.consensuseconomics.com/publications/consensus-forecasts-q7-western-europe/netherlands-economic-forecasts/>

De bouwkostenindex (inputindex) geeft aan hoe in de loop der tijd de bouwkosten zich ontwikkelen bezien vanuit de loon- en materiaalkosten. De loon- en materiaalkosten tellen elk voor circa 50% mee in de index en deze index geeft daarmee weer hoe de kosten van de kale aanneemsom zich ontwikkelen. Naast deze aanneemsom rekenen aannemers zogenaamde staartkosten door. Dit zijn de opslagen uit de kale bouwsom voor AK (algemene bedrijfskosten) en winst en risico. Deze staartkosten komen tot uitdrukking in de outputindex, ook wel de aanbestedingsindex genoemd.

Dat de bouwkosten de afgelopen periode zeer sterk zijn gestegen, was ook kern van een persbericht van de NOS op 26 maart jongstleden⁷. Aanleiding was een publicatie van BDB over de grondstoffenprijzen.

Prijzen van bouwmaterialen

index = 100, eerste kwartaal 2019 t/m 2022

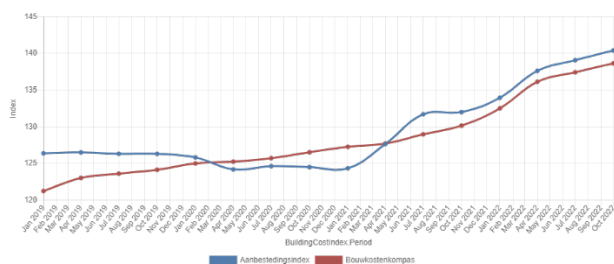


Bron: BDB

Uit de publicatie wordt duidelijk dat de verschillen zeer groot zijn tussen de verschillende soorten grondstoffen. Met name staal is in korte tijd exponentieel in prijs gestegen. De prijzen van bouwmaterialen veranderen per dag en de leveringszekerheid neemt steeds verder af. Dit leidt er toe dat inmiddels diverse bouwprojecten zijn stilgelegd omdat de betrokken partijen de financiële consequenties niet kunnen of willen dragen. Dit kan leiden tot een domino effect in de bouwsector en daarmee de vastgoedsector in brede zin raken. De taxateur moet bij elke waardering nadenken welke invloed bouwkosten hebben op de exploitatie (onderhoud en toekomstige renovatie) en de marktpositie (beschikbaar komen van alternatieven). Residuele waarderingen staan bekend om hun gevoeligheid. Met de meest recente prijsontwikkelingen is die gevoeligheid verhoogd.

⁷<https://nos.nl/index.php/artikel/2422708-bouwmaterialen-steeds-duurder-ik-durf-geen-prijs-meer-af-te-spreken>

Voor een taxateur is het dus van belang om onderscheid te maken in mogelijke prijsontwikkeling tussen onderhoudskosten en bouwkosten.



<https://www.bouwkostenkompas.nl/nl/indexcijfers/Over-all>

Betrouwbare bronnen voor de ontwikkeling van bouwkosten zijn:

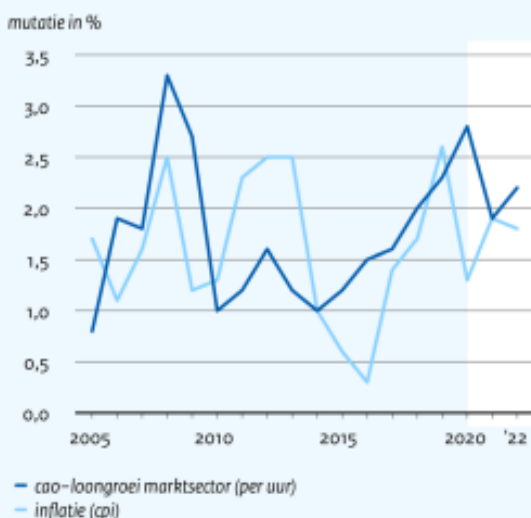
- Kengetallenkompas Bouwkosten / Bouwkostenindex IGG Bouweconomie
- BDB Bouw(kosten)data
- CBS

De conclusie is dat de bouwkosten de afgelopen periode fors zijn gestegen, maar enige afvlakking in bepaalde categorieën wel lijkt plaats te vinden. Daarentegen zijn de prijsrisico's met name door steeds meer krapte in het aanbod fors toegenomen.

Loonkosten

De meest betrouwbare bron voor de ontwikkeling van loonkosten zijn de ramingen van het CPB. Deze ramingen worden periodiek herzien, maar zijn uiteraard wel generieke cijfers. Daar waar in een waardering de loonkosten voor een wezenlijk de ontwikkeling van een bepaalde waarderingcomponent beïnvloeden is het aan te raden om de loonkostenontwikkeling als basis voor te verwachten inflatie aan te houden.

Loon- en prijsontwikkeling



Bron: <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Raming-Macro-Economische-Verkenning-MEV-2022.pdf>

Op basis van de ramingen wordt in 2022 rekening gehouden met een loonontwikkeling van 2,2% en voor de jaren daarna met een stijging welke net iets boven inflatie zal liggen. Het risico van een loon-prijs spiraal is echter momenteel zeer realistisch. Dit komt bovenop de toenemende krapte op de arbeidsmarkt welke extra druk zet op de loonontwikkeling.

Markt(huur)ontwikkeling

Bij het waarden van vastgoed speelt de verwachting van investeerders over de toekomstige waardeontwikkeling een belangrijke rol. Dit komt tot uiting onder andere in de inschatting van de eindwaarde maar ook in de eventuele ontwikkeling van de markthuur. Vanwege de indexatie van huren in huurovereenkomsten is vastgoed traditioneel een *hedge* voor inflatie. De markthuurontwikkeling is een belangrijke parameter in een DCF- berekening en de aannames die de taxateur kiest, moeten goed onderbouwd worden.

Deze publicatie beperkt zich tot de ontwikkeling van kosten en opbrengsten voor zover deze door de hiervoor benoemde aspecten worden beïnvloed. Over de ontwikkelingen van markthuren en marktwaarden zijn ruim voldoende publicaties van onder andere brancheorganisaties, CBS en Kadaster beschikbaar welke als onderlegger kunnen fungeren voor de taxateur.

Voor wie / rechten ontleen

Deze publicatie is uitdrukkelijk bedoeld als handvat voor taxateurs om tot een autonome waardering te komen. De gebruikte bronnen staan maatschappelijk bekend als betrouwbaar, wij hebben de kwaliteit niet kunnen toetsen. De taxateur dient er rekening mee te houden dat de informatie per definitie verouderd is want de wereld is dynamisch. Voor elke prognose geldt dat deze achterhaald wordt door de werkelijkheid. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend.

Over THI (www.tenhaveinstituut.nl)

Het THI beoogt de theorie en de praktijk van de vastgoedtaxatieprofessie te bevorderen. Bij het Ten Have Instituut staan alle activiteiten en middelen in het teken van het innoveren en ontwikkelen van de vastgoedtaxatiepraktijk. Dit gebeurt door het ontwikkelen en ontsluiten van kennis, vaardigheden en organiseren van dialoog met stakeholders. Het doel van het Ten Have Instituut is het bevorderen van de (ontwikkeling van de) vastgoedtaxatieleer en -professie door vak ondersteuning en kennisverspreiding in het publiek belang. Het THI is uitdrukkelijk géén beroepsorganisatie of ledenvereniging en concurreert niet met registers, noch met bestaande brancheorganisaties of opleidingsbedrijven.