

Voorwoord

Voor u ligt het vierde kwartaalbericht van het Ten Have Instituut. Met de gezamenlijke publicatie van RICS en TEGoVA afgelopen week blijkt wederom de behoefte vanuit de sector en de markt om meer informatie over het beter kunnen onderbouwen van taxaties. In deze editie vind u de laatste inzichten rondom de meest gebruikte kengetallen en indexatiecijfers welke een taxateur kan gebruiken.

Voor taxateurs die vastgoed waarderen van beleggers, die participant zijn in de Nederlandse Vastgoedindex (MSCI), geldt een voorgeschreven inflatiescenario voor contracturen. Het NRVT heeft in september een nieuw scenario gepubliceerd, welke is gebaseerd op de laatste inzichten: (<https://www.nrvt.nl/over-nrvt/nieuws/inflatiescenario-vastgoedindex-september-2022>).

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 inflatierreeks toe te passen. Het principe *comply or explain* is hierbij leidend. In de taxatiesoftware is deze nieuwste versie inmiddels verwerkt. Let op dat uw markthuurlijst niet dezelfde ontwikkeling kent als de contracturen.

Het Ten Have Instituut wil middels deze publicaties 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. Deze publicatie wordt elk kwartaal aangepast aan de laatste inzichten. Het kan dus zijn dat sommige teksten gelijk zijn aan de vorige editie als er geen nieuwe inzichten zijn dan wel de kengetallen nog valide zijn. 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.

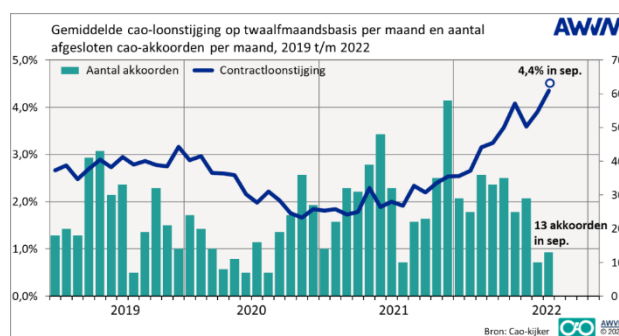
De onrust in de wereld en zo ook de vastgoedmarkt is de afgelopen maanden alleen maar toegenomen. De verwachtingen over de ontwikkeling van de vastgoedmarkt zijn minder positief, wat leidt tot een afwachtende houding van marktpartijen en minder transacties. Oorzaken van de onrust zijn een aanhoudende hoge inflatie, een sterke stijging van bouwkosten, een oplopende rente. De rendementen komen daardoor onder druk te staan. De toegenomen onzekerheid in de waarderingen blijft daardoor onverminderd hoog

Zoals in eerdere edities al aangegeven leidt een sterk oplopende inflatie rekenkundig bij een DCF (discounted cashflow) berekening tot een veel hogere waarde, 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. Het is tenslotte meer dan aannemelijk dat andere parameters zoals de discontovoet ook stijgen.

Het is aan de taxateur om ALLE parameters op hun merites te beoordelen en uiteindelijk via verzoening te komen tot een waardering die aansluit bij het gekozen waardebegrip, en de peildatum van de waardering. Naast de kwantitatieve aspecten moet dit ook duidelijk worden in de kwalitatieve analyse via bijvoorbeeld de marktanalyse en/of de SWOT.

Zoals ook in de voorgaande kwartaalberichten 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. Echter bij de extreem hoge inflatie van dit moment maken vele huurders en verhuurders afwijkende afspraken voor de indexatie van dit moment.

Ook in het huurdomein van zowel sociale als geliberaliseerde woonruimten grijpt de overheid in als het gaat om de toegestane huurverhogingen. Vanaf 2023 wordt de maximale huurverhoging van ALLE bestaande huurcontracten gekoppeld aan de CAO loonontwikkeling in Nederland. Het exacte cijfer voor 2023 zal dit in december worden bepaald.



Het is dus zeker niet zo dat de inflatie altijd één op één doorgerekend kan worden in de contracthuurstijging. De indexatie van de kosten ligt momenteel veelal hoger dan de gemeten inflatie.

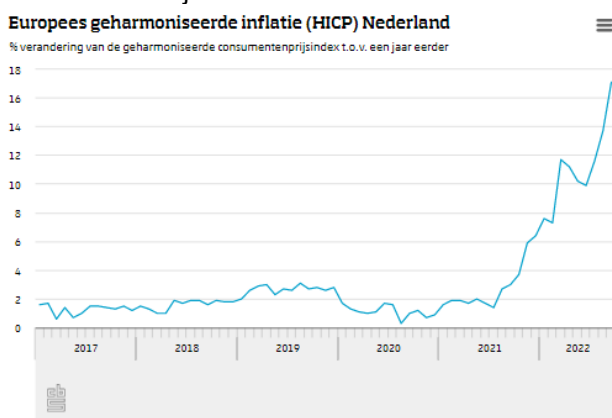
Naast de ingreep op de maximaal toegestane huurverhoging is het Kabinet ook voornemens de liberalisatiegrens te verhogen van 141 naar 187 punten. In het volgende kwartaalbericht volgt hierover ongetwijfeld meer informatie.

Verhoging overdrachtsbelasting

De verhoging van de overdrachtsbelasting gaat naar verwachting in op 1 januari 2023. Echter deze verandering kan nu al van invloed zijn op de waardering van een object. Bij het gebruik van een DCF-model zal het nieuwe tarief in ieder geval al moeten worden toegepast bij de correctie op de exit. Verder behoort de taxateur zich de vraag te stellen of de aankomende verhoging van de verwervingskosten nu al invloed heeft op bijvoorbeeld de rendementseis van investeerders. Van de taxateur mag worden verwacht dat deze aan dit aspect minimaal een kwalitatieve analyse besteed en mogelijk ook een kwantitatief gevolg geeft in de waardering. Aan de andere kant hebben we gezien dat bij de vorige verhoging van de overdrachtsbelasting juist leidde tot een tijdelijke prijsdruk omdat veel beleggers nog gebruik wilden maken van het oude tarief.

Inflatie

De economische berichten worden nog steeds beheerst door de ontwikkeling van de inflatie. Nederland heeft een van de hoogste inflatiecijfers laten zien binnen Europa. Ook voor de komende periode houden alle beleidsmakers rekening met een hogere inflatie. Het CBS publiceerde onlangs onderstaande cijfers:



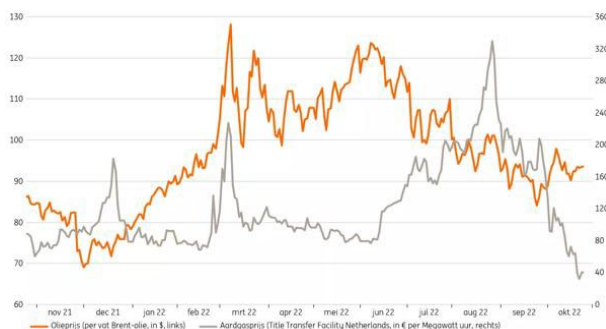
Bron: DNB / CBS

¹ <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2022/30/geharmoniseerde-consumentenprijsindex-11-6-procent-hoger-in-juli>

² <https://www.cpb.nl/ramingen>

³ <https://www.rabobank.nl/kennis/d011315588-inflatiemonitor-nederland-september-prijsplafond-verlicht-inflatiepijn-voor-consument>

De vrees voor een loon-prijsspiraal is onverkort aanwezig¹. De hoge inflatie is in gang gezet door de extreme stijging van de energieprijzen. Deze zijn opgelopen door de oorlog in de Oekraïne en de onzekerheid over toekomstige leveringen van olie en gas. Toch is wonderbaarlijk genoeg de gasprijs de afgelopen weken sterk gedaald:



Bron: <https://www.ing.nl/particulier/beleggen/beursnieuws-en-actualiteit/blik-op-de-beurs>

De vraag is of deze daling van de energieprijzen een einde maakt aan de hoge inflatie of niet. De verschillende voorspellingen van de grootbanken en andere instanties zijn nog niet eenduidig. Doordat prijzen van grondstoffen, goederen en diensten fors zijn gestegen in de afgelopen periode, mede door de inflatie maar ook door schaarste, is de inflatie niet alleen meer veroorzaakt door de energiecrisis.

Afhankelijk van de feitelijke ontwikkelingen wordt voor dit jaar een totale inflatie voorzien van ruim 11% en voor volgend jaar van zeker 4%. De volgende verwachtingen zijn inmiddels uitgebracht over de te verwachten inflatie (basisscenario):

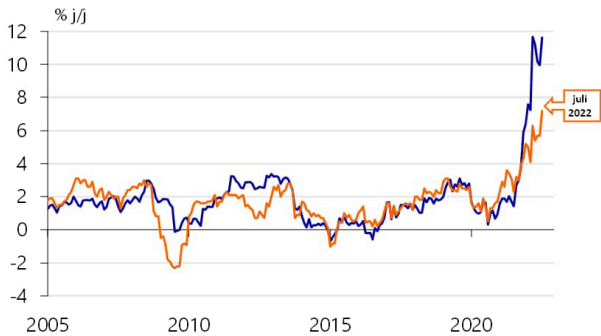
	2022	2023	2024
CPB ²	11,4%	2,5%	1,9%
Rabobank ³	12,4%	4,0%	2,0%
ECB ⁴	8,1%	5,5%	2,3%
ING ⁵	10,7%	5,5%	6,1%

Er wordt overigens steeds vaker een onderscheid gemaakt tussen de kerninflatie (alle goederen) en het Europese model (HICP). De huidige rekenmethodiek wil het CBS overigens volgend jaar gaan aanpassen omdat de energie component nu voor een vertekend beeld zorgt (<https://www.cbs.nl/nl-nl/achtergrond/2022/44/naar-een-nieuwe-methode-om-energieprijzen-te-berekenen>). In de volgende grafiek

⁴ <https://www.dnb.nl/media/iy4dvvyv/2022-eb-nummer-6.pdf>

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

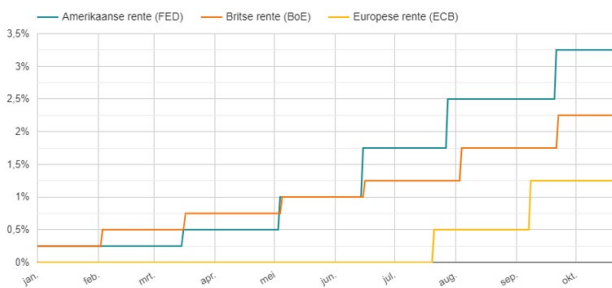
wordt duidelijk wat het verschil is tussen de huidige methode en de kerninflatie:



—Inflatie - HICP —Inflatie - prijsdeflator consumptie huishoudens NR

Bron: Rabobank

De afgelopen periode hebben de centrale banken alle beleidsrente (fors) verhoogd om de inflatie te temperen. Hierbij hanteert de Bank of America een aanzienlijk hoger niveau dan de ECB wat weer zorgt voor een sterkere dollar en dus een hogere inflatie in Europa.



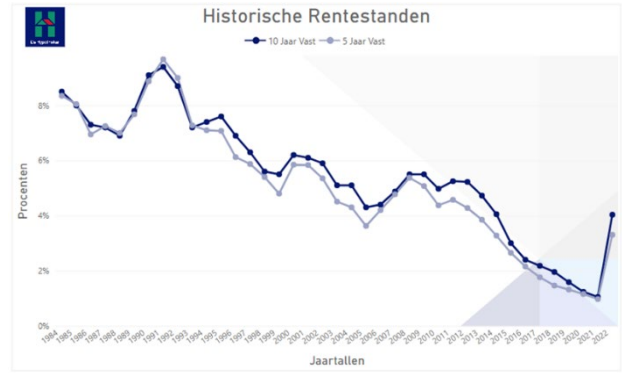
Bron: homefinance

De stijging van de beleidsrente leidt ook tot verhoging van de tarieven op de kapitaalmarkt voor bedrijven.



Bron: IEX

En ook op de markt voor woninghypotheken is de rente de afgelopen periode fors opgelopen:



Bron: De Hypotheker

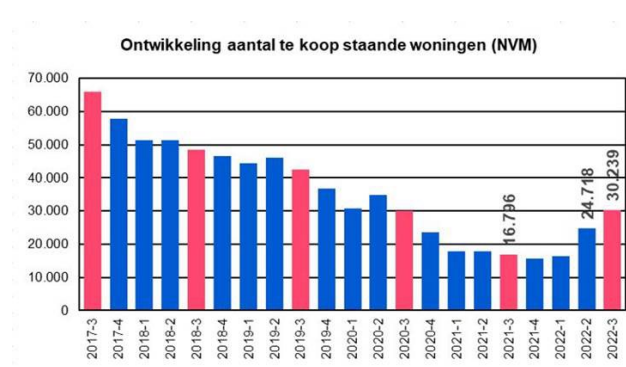
De woningmarkt

De toenemende onzekerheid (dalend consumentenvertrouwen) leidt tot minder bestedingen.



bron: CBS

Dit in combinatie met de oplopende hypotheekmarkt leidt tot een stagnatie op de woningmarkt. De prijsstijging vlakt af en het aantal verkochte woningen daalt en het aantal te koop staande woningen neemt toe:

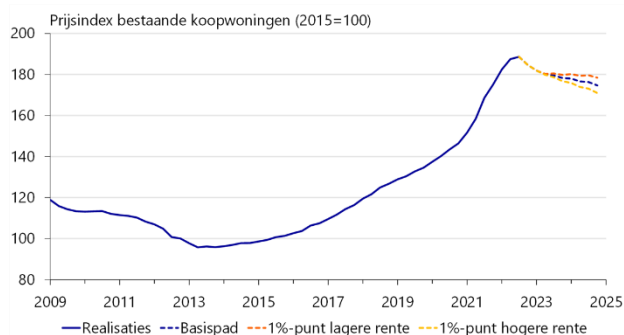


Bron: NVM / brainbay

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.

Diverse bronnen anticiperen op een waardedaling van het vastgoed in de komende periode. Voor de woningmarkt houdt de Rabobank rekening met het volgende scenario:



Bron: <https://www.rabobank.nl/kennis/d011322005-daling-huizenprijzen-zet-naar-verwachting-door>

Bouwkosten

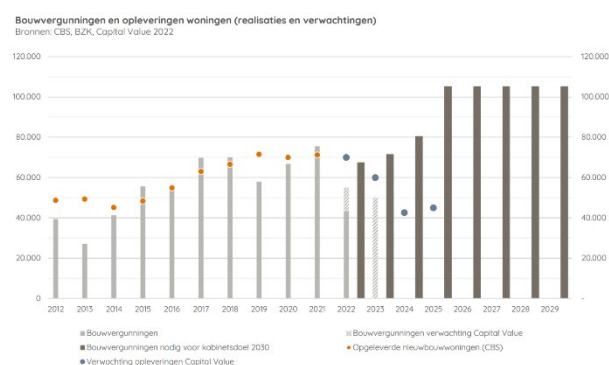
Bij vele waarderingen spelen bouwkosten en/of onderhoudskosten een rol bij het bepalen van de juiste waarde. De taxateur zal in de praktijk veelal gebruik maken van kengetallen om een valide inschatting te maken van de te verwachten onderhouds- en/of investeringskosten, welke in de beschouwingsperiode worden meegenomen. Het is echter goed om altijd te informeren of er al een stichtingskostenopzet beschikbaar is bij de opdrachtgever en/of eigenaar en of er al een (getekende) offerte van een aannemer is. De bouwkosten zijn een cruciaal onderdeel van de residuele methode en het onderbouwen met meerdere bronnen is aan te raden, om het betrouwbaarheid van de marktwaarde te vergroten.

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.

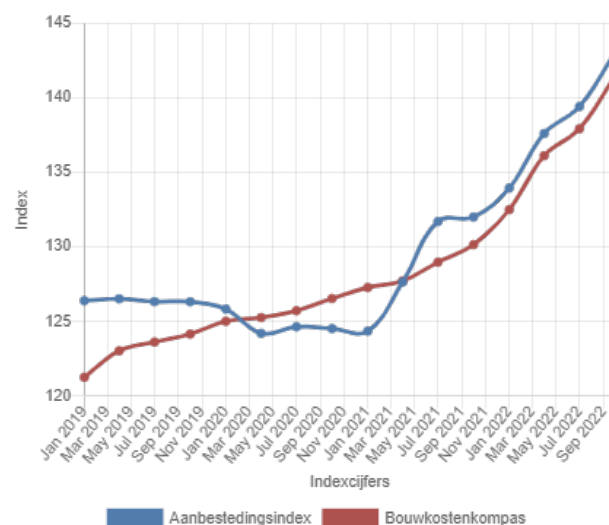
De bouwkostenindex (inputindex) geeft aan hoe in de loop der tijd de bouwkosten zich ontwikkelen gezien vanuit de loon- en materiaalkosten. De loon- en materiaalkosten tellen elk voor circa 50% mee in de index en deze index geeft daarmee weer hoe de

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.

De bouwproductie loopt al enige tijd terug als gevolg van de schaarste, de kostenontwikkeling maar ook zeker door de problematiek rondom vergunningen en stikstof. Een recente studie van Capital Value⁷ geeft het volgende beeld:



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



⁶<https://www.consensuseconomics.com/publications/consensus-forecasts-g7-western-europe/netherlands-economic-forecasts/>

⁷ <https://vastgoedberichten.nl/2022/10/25/capital-value-zonder-stimulerende-maatregelen-halveert-de-bouwproductie-van-betaalbare-woningen-de-komende-jaren/>

<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. Na een beperkte afvlakking eerder dit jaar is de stijging weer volop doorgezet. De risico's voor beschikbaarheid van mensen en middelen zijn nog onverkort aanwezig.

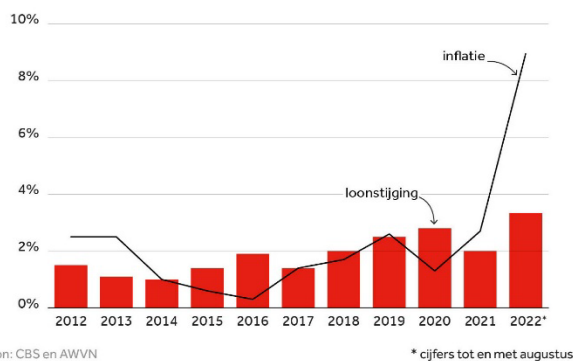
Loonkosten

De meest betrouwbare bron voor de ontwikkeling van loonkosten zijn de ramingen van het CPB⁸. Sinds het vorige kwartaalbericht is geen nieuw raming uitgekomen maar de stijgende trend is in tal van publicaties zichtbaar.

Het advies blijft om daar waar in een waardering, de loonkosten voor een wezenlijk deel de ontwikkeling van een bepaalde waarderingscomponent beïnvloeden, de loonkostenontwikkeling als basis voor de indexatie aan te houden. Zie hiervoor ook de grafiek in het begin van dit kwartaalbericht. Het verschil tussen de inflatie en de loonontwikkeling wordt ook duidelijk in de volgende grafiek:

Inflatie en loon lopen niet altijd gelijk

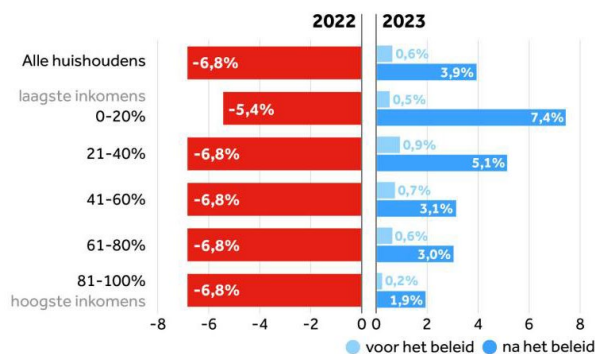
Inflatie vergeleken met gemiddelde cao-loonontwikkeling



De door de overheid aangekondigde steun- en compensatiemaatregelen lijken vooralsnog enige rem te zetten op de loonontwikkeling voor de komende periode. De lonen kunnen namelijk iets minder stijgen dan de inflatie om de koopkracht wel op een gelijk niveau te houden.

Koopkracht verbetert door beleid

verandering mediane statistische koopkracht in %



Vanaf 2023 is er een nieuwe cao bouw en infra. Dit is de overkoepelende cao voor de bouw. Een belangrijke afspraak in de nieuwe cao is een **loonsverhoging** van 5 procent. Dit is de hoogste loonsverhoging voor bouwvakkers ooit, melden de cao-partijen. De nieuwe cao bouw gaat in op 1 januari 2023 en heeft een looptijd van een jaar. De eerste loonsverhoging van 2,5 procent wordt uitbetaald op 1 januari. De tweede volgt op 1 juli 2023.

Markt(huur)ontwikkeling

Bij het waarderen 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. Zeker in de huidige tijd van hoge inflatie is het niet vanzelfsprekend dat de markthuren de inflatie volgen.

Bij verhuurde woningen wordt de ontwikkeling van de huren ook in aanzienlijke mate beïnvloed door het beleid van de Rijksoverheid. Binnen het sociale domein is de huurprijs gebonden aan het wettelijke

⁸<https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Raming-Macro-Economische-Verkenning-MEV-2022.pdf>

kader en in zowel het sociale als het geliberaliseerde domein zijn de maximale huurverhogingen vastgesteld door de overheid.

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.