

# Economische en Financiële Nieuwsbrief

## Quo Vadis?

### *Het ondenkbare denken*

### *Vijf potentiële verrassingen voor 2023*

### *#2 De Belgische vastgoedprijzen dalen*

*Consensusvisie: "De prijzen van Belgisch residentieel vastgoed kunnen niet dalen."*

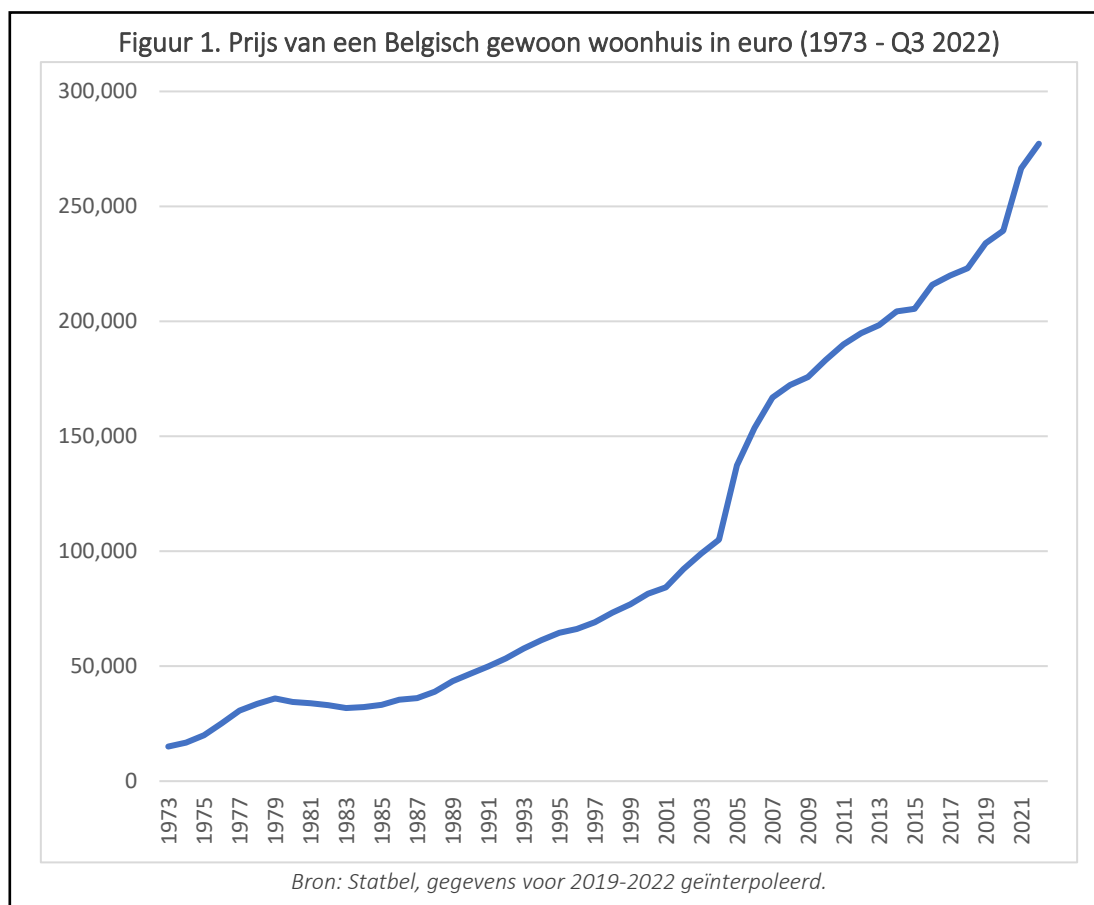
*Quo Vadis: "De Belgische residentiële vastgoedmarkt staat voor een prijscorrectie [van oude panden]."*

#### Inleiding

In de voorgaande editie van Quo Vadis kwam de eerste potentiële verrassing voor 2023 aan bod, met name een inflatie die veel hardnekkiger is dan algemeen wordt gedacht. In deze editie stellen we een tweede potentiële verrassing voor: een - O schande! - prijsdaling van de Belgisch residentieel vastgoed.

#### Een markt die staat als een huis

Voor velen is het idee van een prijscorrectie van Belgisch residentieel vastgoed een groot taboe. De Belg heeft een baksteen in de maag en in het hoofd. De meeste Belgen zijn eigenaar van hun eigen woning. Een prijsdaling zou pijn brengen op grote schaal. Er is een onwrikbaar geloof dat de prijzen van Belgisch vastgoed niet kunnen dalen. Wie naar het verleden kijkt, ziet dit grosso modo bewaarheid:

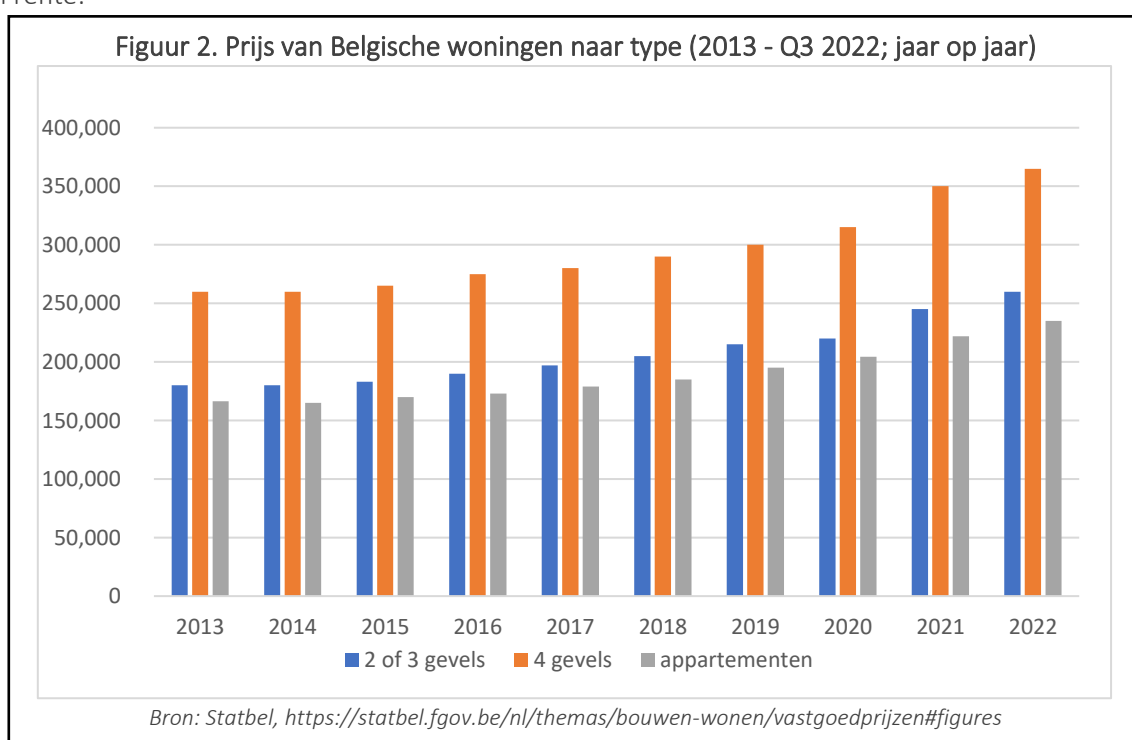


De nominale prijzen zijn inderdaad nooit gedaald sinds 1984, 38 jaar geleden. Zelfs de Grote Financiële Crisis in 2008 kreeg de Belgische vastgoedmarkt niet klein. Een en ander is te verklaren door het niet-speculatieve karakter van de Belgische residentiële vastgoedmarkt. Die heeft ze onder meer te danken aan de Belgische vastgoedfiscaliteit die speculatie ontmoedigt door hoge registratierechten en meerwaardebelasting bij de verkoop binnen een bepaalde periode. En ook aan de wetgeving en gebruiken rond hypothecair krediet, die bepaalde maxima opleggen aan het percentage van de totale koopsom dat kan ontleend worden. Over de periode 1973-2022 steeg Belgisch residentieel vastgoed gemiddeld (geometrisch gemiddelde) met nominaal 6,3% per jaar, terwijl de volatiliteit (i.e. de standaardafwijking van die returns) beperkt bleef tot slechts 6,7%. En de opbrengst van 6,3% houdt niet eens rekening met – bij verhuur – huurinkomsten. Met een gemiddelde bruto huuropbrengst van 4% per jaar, komen verhuurders zo uit op totaalrendementen van circa bruto 10% per jaar. Belgisch residentieel vastgoed is inderdaad een uitstekende belegging gebleken. In de Angelsaksische wereld daarentegen zijn er doorgaans minder fiscale en reglementaire beperkingen, waardoor de vastgoedmarkt er meer speculatief is en daarom af en toe grote schokken ondergaat. Het Amerikaanse subprime-débaçle is daarvan een goed voorbeeld.

### Het kan niettemin verkeren, zei Bredero

In Figuur 1 is het nauwelijks te zien door schaafeffecten, maar tussen eind 1978 en eind 1983 gingen de prijzen niettemin elk jaar achteruit. De totale nominale daling over die periode was 11,5%. Rekening houdend met de hoge inflatie in die jaren, kan je zelfs van een echte vastgoedcrash spreken. De gecumuleerde inflatie over die periode was 32%. In reële termen verloor Belgisch vastgoed dus meer dan 40% van zijn waarde. De boosdoener was de enorme verstrakking van het monetaire beleid - lees een sterke verhoging van de rente – die nodig was om de economische recessie te veroorzaken om de galopperende inflatie van de jaren zeventig te bedwingen. In de mate dat het verleden een gids is voor de toekomst, is een nominale prijsdaling van Belgisch residentieel vastgoed en/of een echte vastgoedcrisis gedefinieerd als een sterke daling van de reële prijzen weliswaar uitzonderlijk, maar niet ondenkbaar.

De Nationale Bank van België [NBB] en de ECB stellen al jarenlang dat de residentiële Belgisch vastgoedmarkt overgewaardeerd is. De NBB schatte de overwaardering in de eerste drie kwartalen van 2021 in op bijna 21%. Het model van de ECB komt uit op een overwaardering van gemiddeld 8,7% in diezelfde periode. Sinds midden 2021 worden we geconfronteerd met een pijlsnelle en ongekend forse stijging van de (hypotheek)rente. Begin 2021 kon je nog hypothecair op 20 jaar vast lenen aan een tarief rond de 1% (in 2020 zelfs aan een nog lager tarief), vandaag betaal je rond de 3,4%. Maar de Belgische residentiële vastgoedmarkt lijkt alsnog weinig hinder te ondervinden van de fors opgelopen rente:



De Statbel cijfers in Figuur 2 lopen tot het einde van het derde kwartaal van 2022 en tonen een stijging van circa 6%. De Vastgoedbarometer van de Federatie van het Notariaat publiceerde op 12 januari cijfers voor het volledige jaar 2022: de prijzen van huizen stegen met gemiddeld 8,2% (de mediaan met 9%) en die van appartementen met 3,6% (de mediaan met 5%). De Belgische residentiële markt lijkt dus ongestoord door te gaan op haar elan.

Is de Belgische vastgoedmarkt dan immuun tegen de fors opgelopen hypotheekrente? Nee. De Belgische inflatie bedroeg 10,3% in 2022. In reële termen zijn de prijzen van huizen dus met 2% gedaald en deze van appartementen zelfs met 6%. De markt koelt duidelijk af sinds midden 2022. Recente cijfers over nieuwe hypotheekaanvragen, opgetekend door Immothekeer-Finothekeer, België's grootste hypotheekbemiddelaar, tonen een zeer sterke daling. In de markt kan je zien dat de periode waarbij kopers tegen elkaar bieden tot ver boven de vraagprijs achter de rug ligt. Er is overaanbod in sommige regio's. De reële prijsdaling is al ingezet, maar de fors hogere rente zou, ceteris paribus, een veel hogere afwaardering rechtvaardigen. Laten we even een ruwe berekening maken. Indien je ervan uitgaat dat vastgoed een duratie (rentegevoeligheid) heeft van 10, ergens tussen die van een obligatie en een aandeel, dan rechtvaardigt een rentestijging van 2% (3%), ceteris paribus, een prijsdaling van 20% (30%). Maar we moeten ook rekening houden met de sterk opgelopen inflatie. De ABEX-index<sup>1</sup> meet de evolutie van de bouwkost. Deze is in 2021 en 2022 gecumuleerd gestegen met 17%, net zoveel als de algemene inflatie. In de veronderstelling dat de prijzen van residentieel vastgoed, ceteris paribus, meestijgen met de ABEX-index (wat vooral het geval is voor panden minder dan 10 jaar oud), dan komen we, indien we alle factoren samentellen, uit op een theoretische nominale prijsdaling van 3 à 13%, gemiddeld 8%.

Niemand lijkt erin te geloven, zelfs niet de talrijke Belgische banken die de markt overgewaardeerd vinden, maar zou het kunnen dat de Belgische residentiële vastgoedmarkt voor een nominale prijsdaling staat? Quo Vadis voelt zich verplicht de vraag op zijn minst te stellen. En we gaan hiervoor te rade bij niemand minder dan Warren Buffett.

## Naaktzwemmen

Eén van Warren Buffetts bekendste uitspraken is dat *"... only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked"*. Misschien wat minder bekend is dat die uitspraak begint met *"... A rising tide floats all boats..."*. Buffett wil daarmee zeggen dat wanneer het economisch goed gaat, alle bedrijven, de sterke en de zwakke, ervan profiteren. Maar wanneer het economisch slecht gaat, staan de zwakke bedrijven naakt in de branding. Je kan deze regel doortrekken naar het verband tussen de evolutie van de rente en de prijzen van financiële activa. Wanneer de rente daalt, zoals ze deed tot niet zo lang geleden, ging de prijs van alle activa, kwaliteitsvolle en minder kwaliteitsvolle, de hoogte in. Nu de rente stijgt, gebeurt het omgekeerde: de koersen van aandelen en obligaties, de zwakke en overgewaardeerde voorop, zijn fors gedaald. Toegepast op de Belgische residentiële vastgoedmarkt, moeten we een onderscheid maken tussen de oude, weinig of niet energie-efficiënte woningen en de jonge energie-efficiënte woningen. Door de fors opgelopen energieprijzen is de vastgoedmarkt voortaan opgesplitst in twee segmenten: die van de energiezuinige en die van de niet-energiezuinige woningen. Voor de eerste categorie betaal je al een premie in de prijs, en veel wijst erop dat in de toekomst, door de blijvende en stijgende aandacht voor energiezuinigheid, de prijsevolutie van beide segmenten zal divergeren. Uiterst energiezuinige panden zullen in trek blijven en een relatief gunstige prijsevolutie hebben, maar panden met een grote energiehandicap zullen naakt in de branding staan. De prijsdivergentie is al een realiteit aan de extremen van de markt. In Vlaanderen bijvoorbeeld steeg de gemiddelde prijs van een huis met de beste energiestatistiek (A of A+ label, i.e. met een energieverbruik onder 100 kilowattuur per vierkante meter per jaar) in de jongste vijf jaar met 33,2 procent, die van een appartement met 28,6 procent. Panden met het laagste energiestatistiek (F-label, i.e. met een energieverbruik boven 500 kilowattuur per vierkante meter per jaar) kijken echter aan tegen een nominale prijsdaling. Daar komt nog bij dat sinds dit jaar kopers wettelijk verplicht zijn om een energieverslindende woning te renoveren. Een huis met label E of F moet binnen de vijf jaar opgeknapt worden tot niveau D of beter. Eigenaars krijgen respijt tot 2030.

Het risico dat de minst - energie-efficiënte panden zullen aankijken tegen een nieuwe prijsdaling is hoog. En zij maken een belangrijk deel van de totale markt uit. In Vlaanderen bijvoorbeeld verbruiken bestaande panden (zonder

<sup>1</sup> Zie <https://www.abex.be/fr/indice-abex/>.

nieuwbouw mee te rekenen) gemiddeld 382 kilowattuur per vierkante meter per jaar, terwijl de bovengrens voor nieuwbouw op 20 ligt. 50% van de Vlaamse huizen heeft een F- of E-label. Appartementen scoren wat beter omdat ze nu eenmaal beter ingekapseld zijn dan een huis: slechts 17% heeft een F- of E-label. Het risico dat A-label woningen in prijs zullen dalen is kleiner, zelfs bij een fors stijgende rente, maar een al te groot enthousiasme over hun opwaarts prijspotentieel zou moeten getemperd worden door het probleem van betaalbaarheid dat stilaan acuut begint te worden voor een modaal gezin. De Betaalbaarheidsindex van zakenkrant de Tijd (zie editie van 20 januari) staat op onweer. De index rekent voor dat een Belgisch gezin met een mediaan inkomen 37% van zijn inkomen nodig heeft om de hypotheeklasten van een gemiddeld woonhuis te kunnen betalen, in Vlaanderen zelfs bijna 40%. We zitten daarmee op een triest record en een eind boven de 33% die als de bovengrens van verstandig budgetbeheer wordt beschouwd. Voor heel België is het cijfer 37%. Appartementen blijven alsnog betaalbaar: de hypotheeklasten van een modaal appartement nemen een hap van 30% uit het mediaan gezinsbudget, onder de 33% grens, maar een nieuwbouwappartement kost natuurlijk meer. De Federatie van het Notariaat becijferde dat de prijs van een nieuwbouwappartement bijna 23% ligt boven die van een bestaand appartement. Dit impliceert dat, ceteris paribus, een nieuwbouwappartement 37% van het mediaan inkomen zou opslokken en een nieuwbouwwoning (onder de hypothese dat een nieuwbouwwoning ook 23% meer kost dan een bestaande woning) 46 à 49%! Vele jonge kopers hebben daarom financiële steun van de ouders en de grootouders nodig, maar ook daar zijn er grenzen. Het gemiddeld financieel vermogen van een Belg mag dan 130.000 euro bedragen, dit gemiddelde wordt zwaar vertekend door de superrijken. Het mediaan financieel vermogen bedraagt slechts een goede 20.000 euro. Energie-efficiënte nieuwbouw wordt dus meer en meer een luxe voor de happy few. En alleenstaanden die over een modaal inkomen beschikken vallen helemaal uit de boot. Ze maken vandaag al meer dan 40% van de gezinnen uit en in de toekomst meer dan de helft.

Wat betekent dit voor de prijsevolutie van de totale markt? Het gewicht van de meest energie-efficiënte panden in het totaal aantal transacties (waaraan de prijsevolutie gemeten wordt) verbleekt in vergelijking met dat van de minder energie-efficiënte. In 2021 was slechts één op de vijf verkochte appartementen een nieuwbouwappartement. Dus zelfs indien de prijzen van de meest energiezuinige panden standhouden in 2023, is hun gewicht in de totale markt te klein om de negatieve prijstrend van de niet energiezuinige panden te kunnen compenseren. Het is dus allerminst ondenkbaar dat de globale prijsevolutie van de Belgische residentiële vastgoedmarkt rood zal kleuren in 2023.

Jan Longeval

Senior Advisor Eurinvest Partners

Verantwoordelijk uitgever: Kounselor Consulting BV ([www.kounselor.be](http://www.kounselor.be))



