



Economische Berichten

■ nr. 21 ■ 6 oktober 2014

Belgische woningprijzen: Recente ontwikkeling, waardering & scenarioanalyse

De aanhoudende prijsstijgingen op de Belgische woningmarkt riepen de voorbije jaren gemengde gevoelens op. Enerzijds was de sterkte van de markt een sterkhouders voor het consumentenvertrouwen, die – anders dan bijvoorbeeld in Nederland – de gezinsbestedingen ondersteunde. Anderzijds roept dit ook het doembeeld op van een forse overwaardering en prijscorrectie. De jongste kwartalen zijn er signalen dat de markt effectief verslapt. Dat is vooral zichtbaar in een zwakkere verkoopactiviteit. Zeer recent sprong die wel weer wat op, maar dat is een tijdelijk verschijnsel waarbij kopers nog snel van de oude woonbonus willen genieten. De prijsdaling bleef vooralsnog zeer beperkt. Een en ander hoeft geen omvangrijke, duurzame correctie in te luiden. In tegenstelling tot de traditionele waarderingsmaatstaven toont onze meer omvattende econometrische analyse dat de markt vrij correct is geprijsd. In een scenario van matige inkomensgroei, beperkte rentestijging en aanhoudend sterke gezinsvorming kunnen de woningprijzen, althans volgens ons model, ook de komende jaren verder toenemen. Dit houdt echter geen rekening met structurele veranderingen in de markt, zoals wijzigingen in de vastgoedfiscaliteit. Vanaf 2005 was de woonbonus mee oorzaak van een – volgens ons tijdelijke en niet excessieve – overdrijving van de prijsstijging. In dezelfde zin zal het minder gul worden van het stelsel vanaf begin 2015 de prijzen negatief beïnvloeden. In welke mate is onmogelijk precies te bepalen. Prijsdalingen zijn niet uit te sluiten, maar in de mate dat de lage rente en stevige gezinsvorming steun blijven bieden, lijkt een crash onwaarschijnlijk.

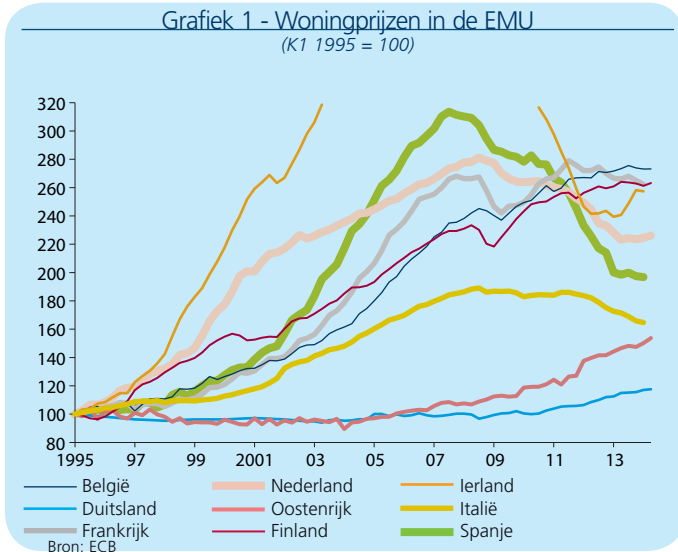
Crisis goed doorstaan

De Belgische vastgoedmarkt vertoonde ook tijdens de voorbije financiële crisis nog een behoorlijke expansie. Tussen het eerste kwartaal van 2008 en het tweede van 2014 stegen de woningprijzen nominaal met bijna 15%, terwijl ze in de hele eurozone met circa 6% daalden (ECB-cijfers). De nieuw toegetreden lidstaten buiten beschouwing gelaten was de prijsstijging in die periode enkel hoger in Duitsland, Oostenrijk en Luxemburg, maar in deze landen was de voorafgaandelijke stijging wel veel lager gebleven dan in België. Over de langere periode 1995-2014 stegen de Belgische prijzen met gemiddeld

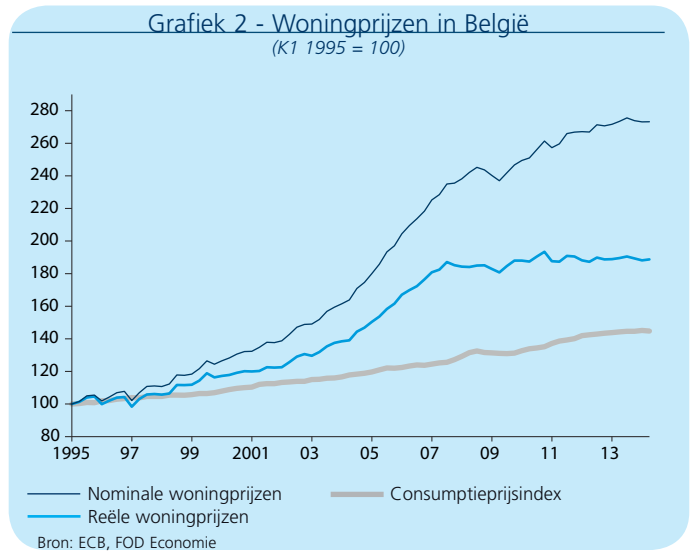
5,3% per jaar, tegenover 3,0% in de hele eurozone, en was in geen enkel ander euroland de prijsstijging hoger dan in België (grafiek 1). Van alle landen met een sterke prijsstijging vóór de crisis zijn België en Finland de enige waar de jongste jaren geen betekenisvolle vastgoedcorrectie heeft plaatsgevonden. Na aftrek van de inflatie was er sinds begin 2008 wel nagenoeg een stabilisatie van de reële Belgische woningprijzen (grafiek 2).

De algemeen sterke prijsstijging sinds 2008 verbergt wel grote verschillen tussen de diverse types vastgoed. Grafiek 3

Grafiek 1 - Woningprijzen in de EMU
(K1 1995 = 100)



Grafiek 2 - Woningprijzen in België
(K1 1995 = 100)



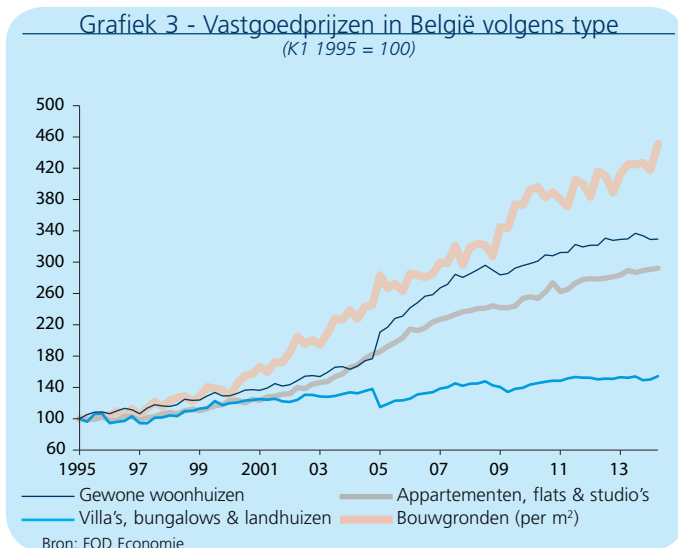
toont naast de prijsdynamiek van woongebouwen ook die van bouwgronden (FOD Economie-cijfers). De prijsstijging van bouwgronden (prijs/m²) was het hoogst (+41% tussen K1 2008 en K2 2014). Bij de woongebouwen was zij het stevigst voor appartementen (+23%), gevolgd door gewone woonhuizen (+16%), maar beduidend lager voor het duurdere segment van de villa's (slechts +7%). De recente ontwikkeling lag daarmee grotendeels in lijn met die vóór het uitbreken van de financiële crisis, toen ook al de aanhoudend sterke prijsstijging van bouwgronden en het achterblijven van de prijsstijging van villa's opvielen. Bij de woongebouwen was de prijsstijging vóór de crisis relatief sterker voor gewone woonhuizen, sindsdien blijkt zij sterker voor appartementen (1).

Tekenen van verzwakking

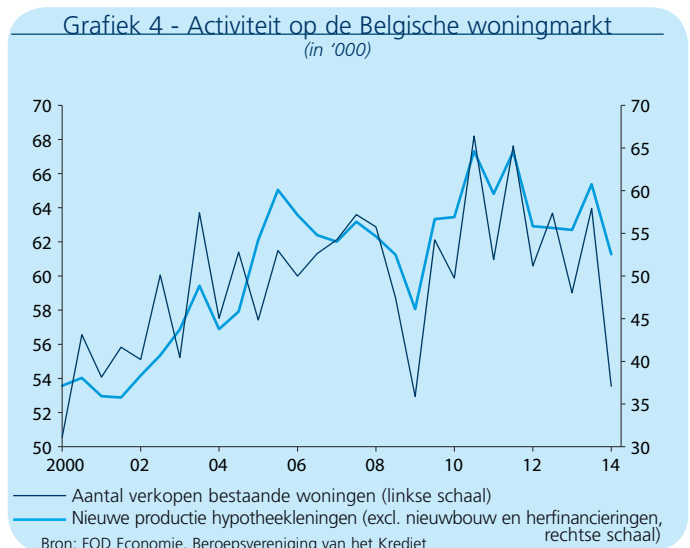
Dat de markt doorheen de crisis standhield, betekent niet dat er

helemaal geen correctie plaatsvond. Tussen het najaar van 2008 en het voorjaar van 2009, de periode van Grote Recessie, verzwakte de verkoopactiviteit en vielen de prijzen met 3,4% terug. Vanaf de zomer van 2009 normaliseerde de markt opnieuw. De jongste kwartalen zijn er echter signalen dat de markt weer verslapt. De verzwakking is vooral zichtbaar in het aantal vastgoedtransacties (cijfers FOD Economie). Sinds de piek in 2010-2011 vielen die met een vijfde terug (grafiek 4). De afname was het grootst voor gewone woonhuizen. In dat segment daalde het volume in de eerste helft van 2014 zelfs beneden het dal-niveau van de Grote Recessie. Ook andere bronnen wijzen op een geringere activiteit. Volgens de Beroepsvereniging van het Krediet daalde het aantal verstrekte hypotheekleningen opmerkelijk en cijfers van het netwerk van ERA-makelaars tonen dat woningen de voorbije twee jaar minder vlot verkocht geraakten: zowel het aantal dagen dat vastgoed te koop staat als het verschil tussen de vraag- en finale verkoopprijs lopen op (gra-

Grafiek 3 - Vastgoedprijzen in België volgens type
(K1 1995 = 100)



Grafiek 4 - Activiteit op de Belgische woningmarkt
(in '000)

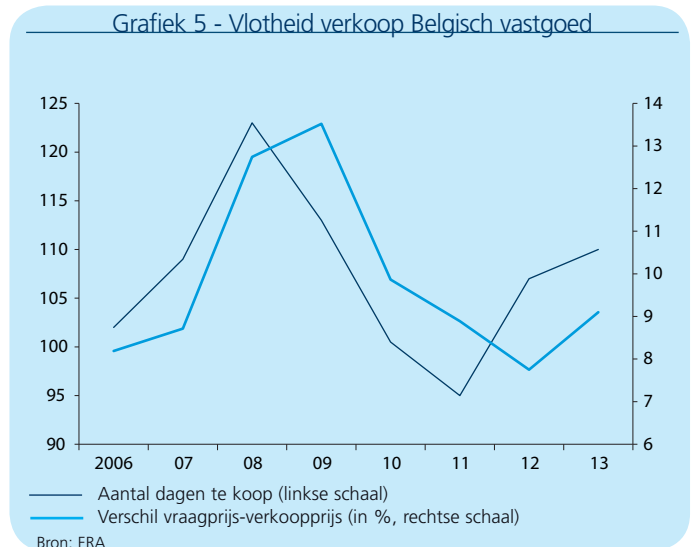


fiek 5). Zeer recente data van de federatie van notarissen wijzen wel op een opsprong van de verkopen in september, maar dat komt vooral doordat kopers nog snel van het fiscaal voordeel van de oude woonbonus willen genieten.

Vooralsnog uit deze verzwakking zich slechts beperkt in de prijsontwikkeling. Grafiek 6 toont de diverse beschikbare prijsindexen voor de gehele Belgische woningmarkt (alle types). De index gepubliceerd door de ECB heeft betrekking op verkopen van bestaande woningen. Tussen de piek in het derde kwartaal van 2013 en het tweede kwartaal van 2014 (laatst beschikbare cijfer) daalde die index met bijna 1%. De FOD Economie berekent sinds kort een meer nauwkeurige algemene index, zowel voor bestaande als nieuwe woningen, die corrigeert voor compositie- en kwaliteitsverschillen van het verkochte vastgoed (2). De prijzen van bestaande woningen piekten volgens die index in het derde kwartaal van 2013 en vielen in de drie volgende kwartalen met 1,5% terug. De prijzen van nieuwe woningen piekten in het laatste kwartaal van 2013 en corrigeerden in het eerste kwartaal van dit jaar met 3,6%.

De ECB- en FOD Economie-cijfers hebben als nadeel dat zij betrekking hebben op de registratie van de eigendomsoverdracht in de registers van de kadastrale administratie. De ondertekening van de werkelijke verkoopovereenkomst, het zogenoemde compromis, vindt drie à vier maanden vroeger plaats dan het verlijden van de notariële akte. Ook de kadastrale registratie neemt enige tijd in beslag. De Trevi-index, gepubliceerd door de Trevi Groep van vastgoedmakelaars, registreert de prijzen van een staal van zowat 7.500 panden op het moment van aanbieden van de woning door de verkoper en/of het ondertekenen van het compromis. Daardoor sluit hij beter aan bij de recente marktontwikkeling. De Trevi-index kende de voorbije jaren

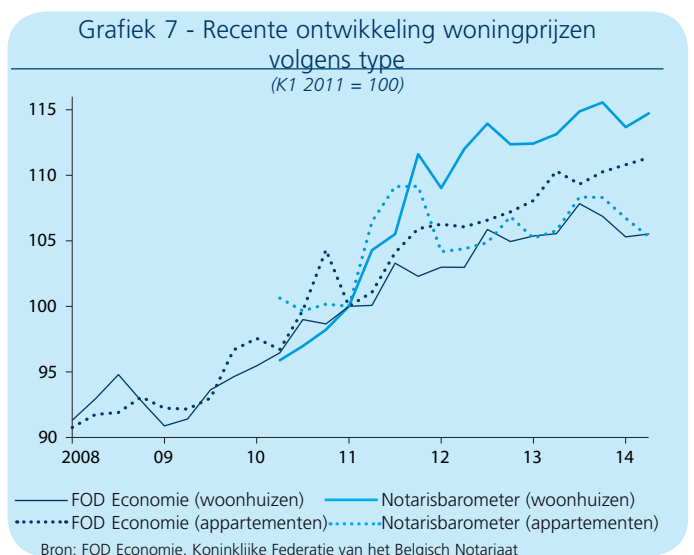
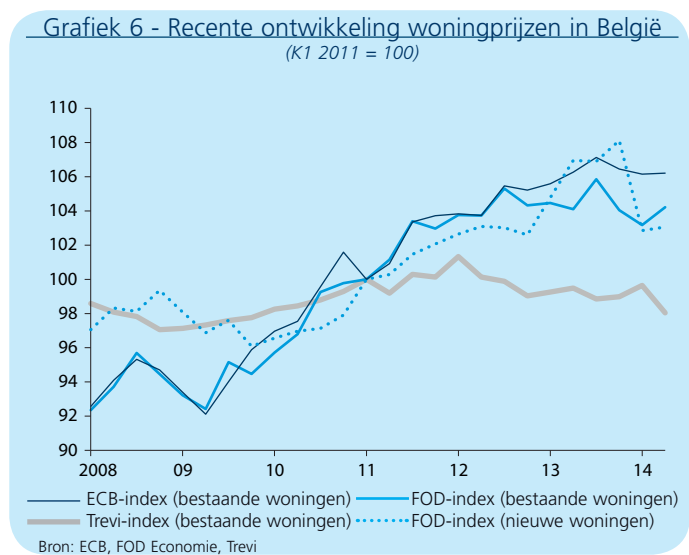
De jongste kwartalen zijn er signalen dat de verkoopactiviteit verslapt. Vooralsnog uit deze verzwakking zich slechts beperkt in de prijsontwikkeling.



een opvallend vlak verloop en wijkt daarmee af van de andere indexen getoond in grafiek 6. Volgens deze index bereikten de Belgische woningprijzen al in het eerste kwartaal van 2012 een piek en vielen zij sindsdien met 3,2% terug.

Ook de federatie van Belgische notarissen publiceert een index die de intentie heeft een vroegtijdig beeld te geven van de jongste prijsontwikkeling. Het betreft alle dossiers die in de notariskantoren bij ondertekening

van de voorlopige verkoopovereenkomst worden opgestart. Deze zogenoemde Notarisbarometer is enkel beschikbaar voor de aparte deelsegmenten van woonhuizen en appartementen. Grafiek 7 toont het recente verloop ervan, naast dat van de overeenkomstige indexen van de FOD Economie (3). Het valt op dat de respectievelijke indexen van beide bronnen vrij sterk uit-



eenlopen. Los van verschillen in het moment van prijsopname is hiervoor geen verklaring voorhanden. De Notarisbarometer steeg voor woonhuizen beduidend sterker dan het cijfer van de FOD Economie en geeft voor dat segment minder indicaties van een correctie. Voor appartementen geldt het tegenovergestelde: de Notarisbarometer steeg wat minder, maar toont wel een duidelijke correctie in de voorbije kwartalen.

Traditionele waarderingsmaatstaven

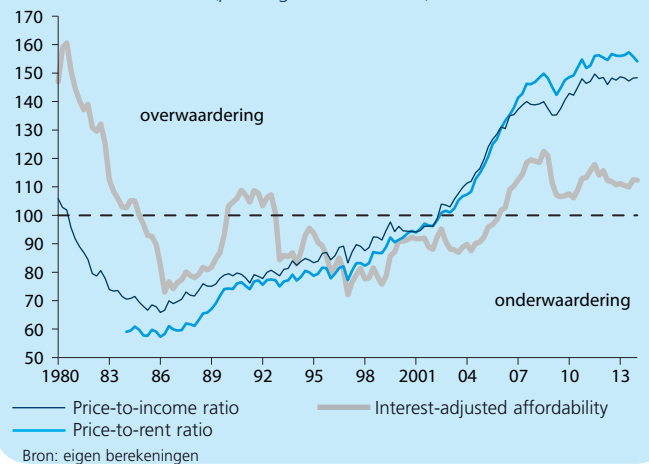
Ondanks de verscheidenheid van de prijsmaatstaven tonen zij doorgaans toch eenzelfde tendens van lichte daling van de woningprijzen. Of dat nu een verdere correctie inluit, hangt mee af van de mate waarin de markt al dan niet overgewaardeerd is. Om dat na te gaan, wordt nog vaak (onder meer door de OESO en The Economist) gebruik gemaakt van de relatie tussen woningprijzen enerzijds en het inkomen of huurprijzen anderzijds. De recentste waarde van die verhouding wordt dan vergeleken met het langetermijngemiddelde, dat verondersteld wordt overeen te komen met een evenwichtsniveau. Wanneer de verhouding tussen de huizenprijzen en het per capita beschikbare gezinsinkomen (*price-to-income ratio*) fors boven zijn langjarig gemiddelde uitstijgt, is dat een indicatie dat de financieringscapaciteit van de gezinnen in het gedrang komt en de woningprijzen allicht te sterk zijn doorgestegen. Als dusdanig meet deze ratio de ontwikkeling van de betaalbaarheid van het eigenwoningbezit voor een doorsnee gezin. Grafiek 8 laat zien dat de Belgische vastgoedmarkt zo gemeten fors overgewaardeerd is. Wanneer we K1 1980 - K1 2014 als referentieperiode nemen, bedroeg die overwaardering begin dit jaar 48%.

De *price-to-rent ratio* vergelijkt de woningprijzen met de huurprijzen. Volgens deze benadering, die vergelijkbaar is met die van de koers/winstverhouding voor aandelen, mag de prijs voor een woning niet fors afwijken van de geactualiseerde stromen van al haar toekomstige (impliciete) huuropbrengsten. Als de woningprijzen sterker stijgen dan de huurprijzen, wordt het huren van een woning immers relatief aantrekkelijk. Berekend in verhouding tot de huurprijzen in de algemene consumptieprijsindex, wijst deze ratio meer nog dan de *price-to-income ratio* op een erg dure Belgische vastgoedmarkt (grafiek 8). Met K1 1984 - K1 2014 als referentieperiode bedroeg de overwaardering volgens die maatstaf begin 2014 maar liefst 54%.

Het voordeel van beide maatstaven is hun eenvoud. Een belangrijke tekortkoming is dat zij slechts één aspect (inkomen of huurprijs) in rekening brengen en andere prijsdeterminanten buiten beschouwing laten. Zo hangt de betaalbaarheid van woningen (*affordability*) niet enkel af van het inkomen, maar ook van het verloop van de hypothecaire rente. Die bepaalt de afbetalingslast en derhalve de leencapaciteit van gezinnen. Als we de *price-to-income ratio* corrigeren om rekening te houden met het renteverloop, bekomen we de *interest-adjusted affordability*. Daarbij wordt de jaarlijkse annuïteit die een hypotheeknemer moet betalen (zowel kapitaalaflossing als rente)

Grafiek 8 - Traditionele waarderingsmaatstaven Belgische woningmarkt

(periodegemiddelde = 100)



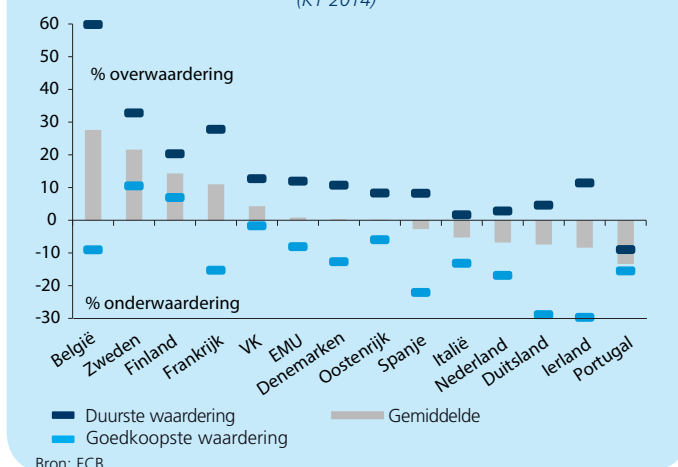
vergeleken met het per capita beschikbaar inkomen (4). Hoe meer de annuïteit en het inkomen uiteenlopen, hoe moeilijker het voor gezinnen wordt om een woning te financieren. Zo berekend piekte de overwaardering eind 2008 op 22%. Daarna verbeterde de maatstaf door de (tijdelijke) woningprijscorrectie en rentedaling, maar begin 2014 was er toch nog een overwaardering van zo'n 12% (grafiek 8).

Langetermijnverklaring

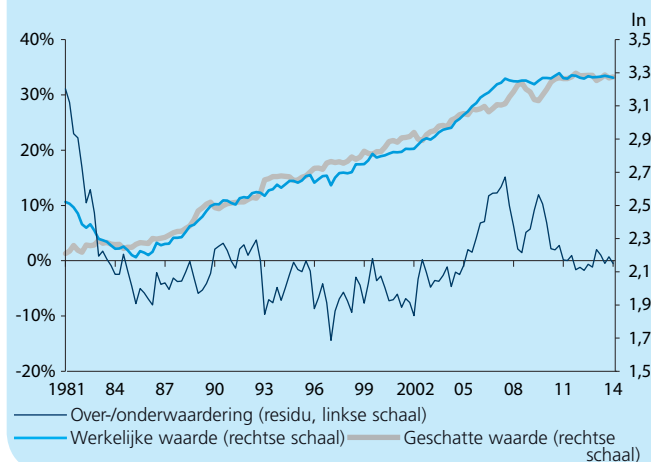
Alle bovengenoemde waarderingsratio's kampen met het gebrek dat het 'evenwichtsniveau' waarmee ze worden vergeleken een constante is, die afhankelijk is van de beschouwde periode. De waarden, in het bijzonder de *price-to-income* en *price-to-rent ratio's*, slingeren evenwel niet rond die constante, maar vertonen een stijgend verloop. De recentste ratio vergelijken met het rekenkundig gemiddelde over de hele referentieperiode levert dus een vertekend beeld op en kan daarom niet als een statistisch zinvolle waardering doorgaan. Om deze tekortkoming op te vangen, kan men de prijsontwikkeling econometrisch trachten te verklaren op basis van een reeks fundamentele determinanten, die naast het inkomen en de rente ook de demografische ontwikkeling in rekening brengen. Zo kan men dan een langetermijnevenwichtsverband tussen de woningprijzen en deze determinanten zoeken. De mate waarin de werkelijke woningprijs afwijkt van de geschatte evenwichtswaarde kan dan worden gezien als maatstaf van over- of onderwaardering (5).

Onder meer de ECB gebruikt een dergelijk econometrisch model als een van de waarderingsmaatstaven van de woningmarkt in de eurolanden, naast de bovengenoemde meer traditionele maatstaven (6). Zij publiceert de gemiddelde waarde van al deze maatstaven, evenals de extremen die wijzen op de duurste en goedkoopste waardering (grafiek 9). Voor België komt de ECB zo uit op een gemiddelde overwaardering van 28% in het eerste kwartaal van 2014, maar wel met een zeer wijde kloof

Grafiek 9 - Waarderingsmaatstaven ECB
residentieel vastgoed
(K1 2014)



Grafiek 10 - Werkelijke en geschatte ontwikkeling van de
reële woningprijzen België



$$\ln(WP_t/CPI_t) = -24,20 + 0,921 \times \ln(BI_t/CPI_t) - 0,028 \times (HR_t - \% \Delta CPI_t) + 2,216 \times \ln(FAM_t) + e_t \quad (I)$$

tussen de extreme waarden. In geen enkel ander euroland is die kloof groter dan in België. Dat wijst op een relatief grote waarderingsonzekerheid. Dat België binnen de eurozone de meest overgewaardeerde woningmarkt zou hebben, moet dus met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd.

Het econometrisch model van de ECB is vrij rudimentair, met het bbp per capita, de obligatierente en de bevolking als verklarende variabelen. Verder zijn de regressieresultaten niet gekend. Hierna bespreken we de resultaten van een eigen analyse met meer verfijnde prijsdeterminanten (7). Concreet verklaren we de langetermijntoename van de reële woningprijzen (WP_t/CPI_t) door het reëel beschikbaar gezinsinkomen (BI_t/CPI_t), de reële hypotheekrente ($HR_t - \Delta \% CPI_t$) en het aantal gezinnen (FAM_t). De gehanteerde datareeksen beslaan 133 kwartaalwaarnemingen over de periode K1 1981 – K1 2014 (zie tabel 1) (8). De redenering is dat de financieringscapaciteit van de gezinnen en de demografische woningbehoefte een sleutelrol spelen in de prijsbepaling. Aanbodvariabelen, zoals de investeringen in woongebouwen of het aantal bouwvergunningen, werden getest maar boden geen significante verklaring. De analyse gaat dus uit van een vraaggedreven prijsmechanisme. De coëf-

In tegenstelling tot de traditionele waarderingsmaatstaven toont onze meer omvattende analyse dat de markt vrij correct is gewaardeerd.

ficiënten in vergelijking (I) geven de procentuele verandering in de reële woningprijzen wanneer de reële rente met 1 procentpunt stijgt, of wanneer het reëel beschikbaar inkomen of het aantal gezinnen met 1% toeneemt. Zij hebben alle het verwachte teken en zijn significant verschillend van nul.

Grafiek 10 vergelijkt de werkelijke en geschatte ontwikkeling van de reële woningprijzen. Het verschil tussen beide, het zogenoemde 'residu' e_t van de vergelijking, geeft weer in hoeverre de woningprijs boven of onder de waarde ligt die met de langetermijnevenwichtsrelatie overeenstemt en kan dus eveneens worden beschouwd als een maatstaf van procentuele over- of onderwaardering van de markt. Zo bekeken, was de Belgische woningmarkt in het eerste kwartaal van 2014 nagenoeg correct gewaardeerd. In tegenstelling tot de bovengenoemde traditionele ratio's wijst de meer omvattende benadering dus op een veeleer normale, verklaarbare ontwikkeling van de woningprijzen. Het voorbije decennium was er enkel in 2006-2009 een tijdelijke overwaardering van zo'n 10%. Die lag in het verlengde van de invoering in 2005 van de woonbonus, het stelsel van fiscale begunstiging van hypotheeknemers. Intussen blijkt de overwaardering volgens deze benadering opnieuw weggewerkt (zie ook kader op blz. 7).

Tabel 1 - Datareeksen gebruikt in de econometrische analyse

Symbool	Betekenis	Eenheid	Bron
WP_t	Woningprijs	Prijsindex	Europese Centrale Bank
BI_t	Beschikbaar gezinsinkomen	Miljoenen euro	Nationale Bank van België
CPI_t	Consumtieprijs	Prijsindex	Nationale Bank van België
HR_t	Hypotheekrente	Procent	Nationale Bank van België
FAM_t	Aantal gezinnen	Duizendtallen	FOD Economie & Federaal Planbureau

De bredere analyse doet, net als de beperktere traditionele benaderingen, enkel uitspraak over de mate waarin het prijsverloop van woningen 'abnormaal' zou zijn. Dat de overwaardering, als die al zou bestaan, niet onredelijk hoog is, komt niettemin ook tot uiting in het prijsniveau van Belgisch vastgoed. Tabel 2 geeft een overzicht

Tabel 2 - Gemiddelde verkoopprijs (in '000 EUR, laatst beschikbare cijfers)

	Woonhuizen (*)		Appartementen		Bron:	Periode:
	bestaande	nieuwe	bestaande	nieuwe		
Vlaanderen	244,8	-	216,0	-	FOD economie (ADSEI)	K2 2014
Wallonië	168,9	-	163,2	-	FOD economie (ADSEI)	K2 2014
Brussel	410,8	-	229,7	-	FOD economie (ADSEI)	K2 2014
België	225,8	-	211,3	-	FOD economie (ADSEI)	K2 2014
Nederland	236,2	-	183,3	-	CBS (Centraal Bureau voor de Statistiek)	K1 2014
Duitsland	278,3	278,8	-	228,5	BulwienGesa AG	K2 2013
Frankrijk	-	256,0	-	-	INSEE & Ministre de l'équipement (MEEDDM)	K2 2014
Luxemburg	-	-	328,1	448,5	Statec	K1 2014
VK	228,4	232,7	190,8	234,2	Nationwide & Halifax	K2 2014
Ierland	257,5	231,0	181,1	142,7	Department of the environment, heritage & local government	K4 2013
Denemarken	254,0	-	249,0	-	StatBank Denmark	K1 2014
Finland	220,3	-	131,6	-	Statistics Finland	K2 2014
Zweden	256,0	-	-	-	Statistics Sweden	K2 2014
Portugal	143,6	-	-	-	Ministry for Environment and Spatial Planning	K1 2014
Italië	146,4	-	-	-	Ministero delle infrastrutture	K1 2014
Spanje	165,5	174,1	-	-	Ministerio de Vivienda	K2 2014

(*) Gewone woonhuizen en villa's

$$\Delta(\ln(WP_t/CPI_t)) = 0,002 - 0,071 \times [\ln(WP_{t-1}/CPI_{t-1}) + 24,20 - 0,921 \times \ln(BI_{t-1}/CPI_{t-1}) + 0,028 \times (HR_{t-1} - \% \Delta CPI_{t-1}) - 2,216 \times \ln(FAM_{t-1})] + 0,313 \times \Delta(\ln(BI_t/CPI_t)) + 0,576 \times \Delta(\ln(WP_{t-4}/CPI_{t-4})) + v_t \quad (II)$$

van de absolute prijzen van vastgoed in verschillende Europese landen, meestal in de eerste helft van 2014. Met een gemiddelde verkoopprijs van 226.000 euro voor woonhuizen en 211.000 euro voor appartementen wijken de prijzen in België niet extreem af van die in andere landen. Voor woonhuizen is de prijs vergelijkbaar met Nederland en lager dan in Duitsland. Voor appartementen is het verschil met Nederland wel groter. Uiteraard zijn cijfers over de prijsniveaus moeilijk internationaal te vergelijken door definitie- en bronverschillen. Het absolute prijsniveau staat bovendien niet los van verschillen inzake woningkwaliteit. Volgens cijfers van Eurostat scoort België voor de fysieke kwaliteit en het comfort van zijn woningen vrij goed in Europees perspectief. Dit wettigt het vermoeden dat de Belg in vergelijking met inwoners van andere Europese landen niet abnormaal veel betaalt. Het relatief hoge comfortniveau komt onder meer tot uiting in het feit dat de gemiddelde Belg in vergelijking met andere Europese burgers vrij ruim woont.

Scenarioanalyse

De hierboven geschetste econometrische benadering maakt het mogelijk om een scenario op te stellen voor de verwachte woningprijsontwikkeling in de komende jaren, gegeven ramingen voor de ontwikkeling van de verklarende variabelen. We gaan daarbij uit van een zogenoemd 'foutcorrectiemodel' dat aan de eerder vastgestelde langetermijnrelatie (vergelij-

king I)) een verklaring van de kortetermijndynamiek van de woningprijzen toevoegt (9). Concreet meten we bijkomend het verband tussen de verandering in de reële prijzen enerzijds en de verandering in de determinanten (reëel inkomen, reële rente en aantal gezinnen) en het residu van de langetermijnrelatie anderzijds. Het opnemen van die laatste met één periode vertraging (e_{t-1}) laat toe te schatten hoe snel de reële woningprijzen opnieuw naar hun evenwichtswaarde bewegen als zij ervan afwijken. Niet significant variabelen werden uit de vergelijking verwijderd. De verandering in de reële woningprijzen voegen we met een vertragsfactor 4 aan de vergelijking toe om een seizoeneffect in de kwartaaldata op te vangen. We bekomen dan vergelijking (II).

Het negatieve teken van de coëfficiënt bij de langetermijnrelatie is een typisch kenmerk van een foutcorrectiemodel. Het wijst erop dat als de reële huizenprijzen in de vorige periode boven hun evenwichtswaarde lagen ($e_{t-1} > 0$), zij zich in de huidige periode neerwaarts zullen aanpassen, en omgekeerd. Afwijkingen van het evenwicht komen dus voor, maar zijn slechts tijdelijk. De coëfficiënt geeft aan dat de kloof met de reële evenwichtsprijzen per kwartaal met een snelheid van 7,1% van de afwijking wordt gedicht.

Tabel 3 toont de KBC-voorspelling voor de reële inkomensgroei, rente en inflatie enerzijds en de raming van de gezinstoename

Dreef de woonbonus de prijzen op ?

De vaststelling dat de Belgische woningmarkt niet, of alleszins niet fors, overgewaardeerd is, staat in contrast met de stelling dat de woonbonus de prijzen in België excessief zou hebben opgedreven. De voorbije maanden was er over dat stelsel veel commotie, onder meer in het kader van de overheveling van de bevoegdheid naar de gewesten. In 2005, het jaar van de invoering van de woonbonus, en de twee daaropvolgende jaren versnelde de prijsstijging van woningen tot gemiddeld meer dan 11% per jaar. De redenering die opgang maakte, is dat een beleid gericht op de vraagzijde van de markt averechtse effecten heeft wanneer de markt wordt gekenmerkt door een inelastisch aanbod (10). Fiscale stimuli, zoals de woonbonus, zouden zich in zo'n markt voornamelijk in prijsstijgingen vertalen en bijgevolg hun doel voorbijschieten. Volgens een studie van de KU Leuven zou de woonbonus een huis op die manier gemiddeld 40.000 euro (28%) duurder hebben gemaakt (11).

Macro-economisch vertegenwoordigde de woonbonus de voorbije jaren iets minder dan 1% van het totaal beschikbaar inkomen van alle Belgische gezinnen. Voor gezinnen met een hypotheeklening was het belang in hun jaarlijks inkomen uiteraard groter. Rekening houdend met de gemeentebelasting levert de bonus een koppel in het oude stelsel een fiscaal voordeel van maximaal 3.250 euro per jaar op. Voor contracten afgesloten vanaf 1 januari 2015 valt het maximale voordeel voor Vlaamse hypotheeknemers terug tot 1.950 euro. De Vlaamse regering onderzoekt verder de mogelijkheid om gezinnen te laten kiezen tussen de toepassing van het nieuwe woonbonusstelsel, met spreiding van het fiscale voordeel over de looptijd van de lening, of een verminderd registratierecht, dat onmiddellijk beschikbaar is.

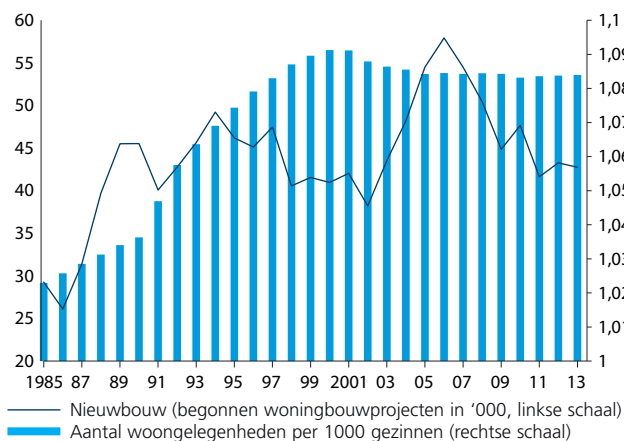
Hoewel de woonbonus de woningprijzen sinds 2005 wel zal hebben beïnvloed, valt dit veronderstelde prijsverhogend effect te relativiseren. Ten eerste zou de woningvraag in België ook zonder de bonus stevig zijn geweest. De rentedaling en sterke gezinsvorming ondersteunden immers de vraag en werkten bijgevolg de prijsstijging in de hand. De reële hypotheekrente

zakte in 2005 beneden 1% en bleef in de jaren daarna met gemiddeld 1,75% historisch laag. Ook de starheid van het aanbod speelde een rol. Het aantal woongelegenheden steeg sinds het begin van de jaren 2000 minder dan het aantal gezinnen. Het relatief beperkte aanbod blijkt tevens uit de ontwikkeling van het aantal begonnen woningbouwprojecten. Vanaf 2005 vertoonden die een duidelijk neerwaartse beweging, parallel aan de invoering van de woonbonus (grafiek 11).

Ten tweede was het Belgische stelsel van de woonbonus niet significant guller dan de fiscale begunstiging van hypotheekleningen in veel andere landen. Volgens OESO-cijfers voor 2009 was België slechts een middenmoter inzake fiscale stimulering (grafiek 12). In Nederland was de fiscale begunstiging jarenlang veel guller, wat daar wel tot overdreven prijsstijgingen en een diepe correctie van de vastgoedmarkt heeft geleid. Ten derde werd in België op fiscaal vlak in het jaar vóór de invoering van de woonbonus ook de Eenmalige Bevrijdende Aangifte (EBA) van kracht. Die fiscale amnestie zette gezinnen ertoe aan hun geld naar België te repatriëren. Een (belangrijk) gedeelte daarvan werd ongetwijfeld geïnvesteerd in vastgoed. In de praktijk is het onmogelijk om de prijsopdrijvende effecten van de woonbonus en de EBA precies van elkaar te scheiden.

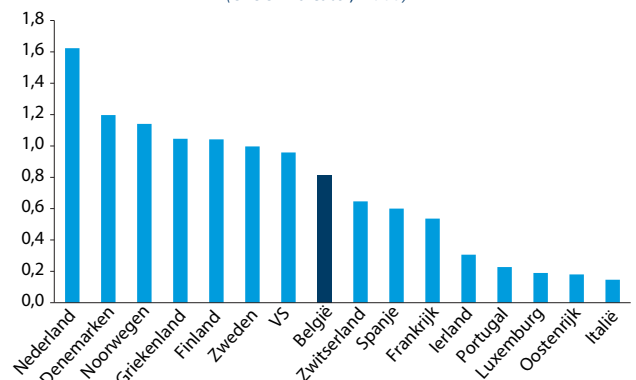
Ten slotte bestaat twijfel over de kwaliteit van de woningprijsdata in de periode rond de invoering van de woonbonus. De Algemene Directie Statistiek van de FOD Economie (de opvolger van het vroegere NIS) maakt op haar website melding van een "ingrijpende verandering in het verwerkingsproces van de data, waardoor een trendbreuk optreedt tussen het jaar 2004 en 2005". Tot 2004 versleutelde het toenmalige NIS zelf de transacties in de verschillende segmenten (gewone woonhuizen, appartementen, villa's). Sinds 2005 worden de transacties door het Kadaster versleuteld, maar in een ruimere onderverdeling. De FOD Economie heeft die nieuwe nomenclatuur moeten omzetten naar haar oude nomenclatuur opdat de tijdreeks behouden kon blijven. Mogelijk is een deel van de uitzonderlijk sterke prijsstijging in 2005 hiervan een gevolg (12).

Grafiek 11 - Woningaanbod in België



Bron: FOD Economie, Federaal Planbureau

Grafiek 12 - Mate van fiscale begunstiging van hypotheekleningen (OESO-indicator, 2009)



Bron: OESO

Tabel 3 - Referentiescenario nominale en reële woningprijsontwikkeling België 2014-2017 (in %)

	Reëel beschikbaar inkomen	Reële hypotheekrente		Aantal gezinnen	Consumptie-prijsindex	Woningprijzen	
	(gem. jaarwiz.)	(jaargem.)	(einde jaar)	(gem. jaarwiz.)	(gem. jaarwiz.)	Nominaal (gem. jaarwiz.)	Reëel
2014	1,0	2,3	1,7	0,8	0,6	0,9	0,3
2015	0,5	2,4	1,6	0,8	1,2	3,0	1,8
2016	0,5	1,6	1,9	0,7	1,6	4,4	2,7
2017	0,8	1,8	2,1	0,7	1,7	4,8	3,1

door het Federaal Planbureau anderzijds. Het scenario gaat uit van een aanhoudend sterke gezinsvorming à ratio van zo'n 0,8% per jaar (ter vergelijking: de bevolking stijgt met 0,5% per jaar). Op financieel vlak zien we een geleidelijke, beperkte stijging van de nominale hypotheekrente. Die stijging wordt deels opgevreten door een oplopende inflatie, zodat de reële hypotheekrente over de beschouwde horizon erg laag blijft. Verder veronderstellen we dat de reële inkomensgroei voor de gezinnen vanaf 2015 terugvalt, maar wel positief blijft. De verklaring is dat loonmatiging en de verdere sanering van de overheidsfinanciën op de inkomensontwikkeling zullen wegen. Wanneer we de voorspellingen in vergelijking (II) stoppen, krijgen we een woningprijsscenario voor de jaren 2014-2017 (13). In dergelijk scenario zouden de reële woningprijzen, na een stabilisatie in 2013 en 2014, vanaf 2015 opnieuw aanknopen met een opwaartse trend.

Uiteraard kunnen tal van onzekere factoren dit scenario door kruisen. Tabel 4 geeft de reële prijsontwikkeling in geval van drie alternatieve scenario's: (1) een scenario waarbij de reële rente tegen eind 2017 dubbel zo hoog ligt als in het basisscenario (namelijk 4%); (2) een scenario waarbij het gezinsinkomen jaarlijks met 0,5% krimpt; (3) een scenario waarbij de jaarlijkse toename van het aantal gezinnen halveert in vergelijking met het basisscenario. De simulaties illustreren dat bij een enkelvoudige schok de reële prijzen blijven toenemen, omdat de twee overige determinanten de markt overeind houden. Enkel wanneer de drie scenario's zich samen voordoen (laatste kolom in de tabel), corrigeren de prijzen.

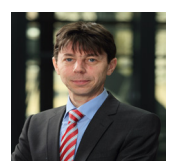
Het valt op dat de schokken (zelfs een combinatie ervan) de woningprijs niet substantieel onderuit halen. Enkel bij een lang-

durige, meer extreme beweging van meerdere determinanten zal het model de prijs fors doen dalen. Uiteraard moeten deze resultaten voorzichtig worden geïnterpreteerd. Een model is immers altijd een vereenvoudigde weergave van de economische werkelijkheid. Dat het erin slaagt het verleden te verklaren en voldoet aan alle econometrische vereisten, biedt nog geen garantie voor een goede voorspelling. De scenario's geven de prijsontwikkeling weer in de veronderstelling dat de relaties van het verleden ook in de toekomst blijven gelden. Veranderingen die een trendbreuk veroorzaken, bijvoorbeeld als gevolg van een significante aanpassing van de vastgoedfiscaliteit, kunnen de vastgestelde relaties evenwel verstoren. De modelvoorspelling is dan niet langer accuraat.

Bovendien hebben schokken vaak de eigenschap variabelen extremer te beroeren dan een vastgesteld verband voor het verleden doet vermoeden. De voorbije decennia was de volatiliteit van de Belgische woningprijzen vrij gering. De prijsontwikkeling betrof een langgerekte opgaande beweging die 'netjes' door het model wordt gecapteerd. Eenmaal een neerwaartse prijsbeweging zich inzet, bijvoorbeeld veroorzaakt door een beleidswijziging, kan *undershooting* optreden. De prijzen corrigeren dan meer dan de historisch vastgestelde relatie doet vermoeden, zodat sprake is van onderwaardering. Voorbeelden daarvan zijn Spanje, Ierland en Nederland. In die landen daalden de prijzen zo sterk dat de markt er vandaag wellicht ondergewaardeerd is (zie grafiek 9). De woonbonus was in België vanaf 2005 mee oorzaak van een (tijdelijke en niet excessieve) overdrijving van de prijsstijging. In dezelfde zin zal het minder gul worden van het stelsel vanaf begin 2015 de prijzen negatief beïnvloeden. Ook andere beleidsingrepen (bijv. de invoering van een belasting op de reële huuropbrengsten) kunnen de prijs impacteren. In welke mate is onmogelijk precies te bepalen. Prijsdalingen zijn niet uit te sluiten, maar in de mate dat de lage rente en stevige gezinsvorming steun blijven bieden, lijkt een crash onwaarschijnlijk.

Tabel 4 - Alternatieve scenario's reële woningprijsontwikkeling België 2014-2017 (jaarwijziging, in %)

	Scenario 1: reële rente eind 2017 dubbel zo hoog	Scenario 2: reële daling beschikbaar inkomen	Scenario 3: groei gezinsvorming halveert	Scenario 4: drie scenario's doen zich samen voor
2014	0,3	-0,4	0,2	-0,5
2015	1,5	0,3	1,2	-0,8
2016	2,0	0,7	1,7	-1,7
2017	1,9	0,4	1,8	-3,0


 Stephanie Smet
stephanie.smet@kbc.be

 Johan Van Gompel
johan.vangompel@kbc.be

- (1) Een regionale opsplitsing leert dat de prijsdynamiek in de diverse segmenten sinds begin 2008 vrij gelijklopend was in de drie gewesten. Vooral voor appartementen was dat het geval. In Vlaanderen was de prijsstijging van gewone woonhuizen wat sterker dan in de beide andere gewesten, in Brussel bleef de prijsstijging van villa's relatief meer achter.
- (2) Compositie- en kwaliteitsverschillen worden in rekening gebracht door hedonische regressiemodellen. Die schatten een theoretische prijs o.b.v. de karakteristieken en locatie van de verkochte woningen. Deze prijs wordt vergeleken met de werkelijke transactieprijs om zo prijswijzigingen als gevolg van compositie- en kwaliteitsverschillen te elimineren. De aldus berekende prijsindex wordt aan Eurostat aangeleverd. Een nadeel is de beperkte historiek van de tijdreeksen.
- (3) De in voetnoot 2 vermelde correctie voor compositie- en kwaliteitseffecten wordt op de detailcijfers van de verschillende segmenten niet doorgevoerd.
- (4) In de berekening wordt uitgegaan van een hypotheek met vaste rente en een looptijd van 20 jaar.
- (5) Die afwijking komt econometrisch overeen met het residu van de regres-sievergelijking.
- (6) De ECB geeft een (zeer beknopte) beschrijving van de door haar gehanteerde waarderingsmaatstaven in de Financial Stability Review van juni 2011 (box 3, blz. 57-59).
- (7) Het model is gebaseerd op het 'coïntegratieprincipe'. Een meer gedetailleerde bespreking van de aanpak en resultaten van de analyse is beschikbaar in een aparte technische nota, die op onze website (www.kbceconomics.be) beschikbaar is.
- (8) Voor de woningprijzen gebruiken we de ECB-index omdat die het verst teruggaat in de tijd.
- (9) Zie de technische nota voor een meer gedetailleerde bespreking van het foutencorrectiemodel.
- (10) Volgens de OESO (Economic Outlook, december 2010) is de elasticiteit van het woningaanbod ten opzichte van de prijzen op de secundaire markt in België inderdaad eerder gering. Binnen Europa ligt die elasticiteit enkel in Nederland en Italië nog lager. Een verklaring is dat stedenbouwkundige voorschriften en regels inzake ruimtelijke ordening het voor de bouwactiviteit haast onmogelijk maken om snel op prijsstijgingen te reageren. De inelasticiteit blijkt ook uit de evolutie van het aantal verkochte bouwgronden tegenover het aantal verkochte bestaande woningen over de periode 1990-2013. Het jaarlijks aantal verkochte bouwgronden nam over die periode met liefst 64% af tot nog een kleine 10.000 eenheden in 2013. Het aantal verkochte bestaande woningen steeg daarentegen met 29% tot een kleine 75.000 eenheden in 2013.
- (11) Zie Vastmans, Heylen en Goeyvaerts (2014), "Onderzoek naar de woonfiscaliteit in Vlaanderen".
- (12) De cijferreeksen van de ECB, die van de FOD Economie-data is afgeleid, vertoont een gelijkaardige sprong in 2005.
- (13) We zetten de jaarvoorspellingen voor de determinanten om in een kwartaalreeks voor 2014-2017. Het kwartaalscenario voor de woningprijzen dat uit het model naar voren komt, zetten we terug om in jaargroeicijfers.

Onze webstek www.kbceconomics.be houdt u op de hoogte van alle analyses en vooruitzichten van de KBC-economisten.

Voor vragen i.v.m. de inhoud van deze publicatie kunt u terecht bij: Johan Van Gompel (32) (0)2 429.59.54
E-mail: johan.vangompel@kbc.be
Verantwoordelijke uitgever: Johan Van Gompel, Havenlaan 2, B-1080 Brussel
Correspondentieadres & abonnementenbeheer: KBC Groep NV, Global Services, GCE, Havenlaan 2, 1080 Brussel,
E-mail: economic.research@kbc.be
Deze publicatie komt tot stand op de Chief Economist Department van KBC Groep. Noch de mate waarin de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, noch de mate waarin zij in de realiteit zullen tot uiting komen, kunnen worden gewaarborgd. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen en louter informatief. Ze mogen niet worden beschouwd als beleggingsadvies conform de Wet van 6 april 1995 inzake secundaire markten, het statuut van en het toezicht op beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs. KBC kan niet aansprakelijk worden gesteld voor de juistheid of de volledigheid ervan. Alle historische koersen, statistieken en grafieken zijn actueel tot en met 6 oktober 2014, tenzij anders vermeld. De beschreven meningen en vooruitzichten zijn die zoals ze gelden op 6 oktober 2014.