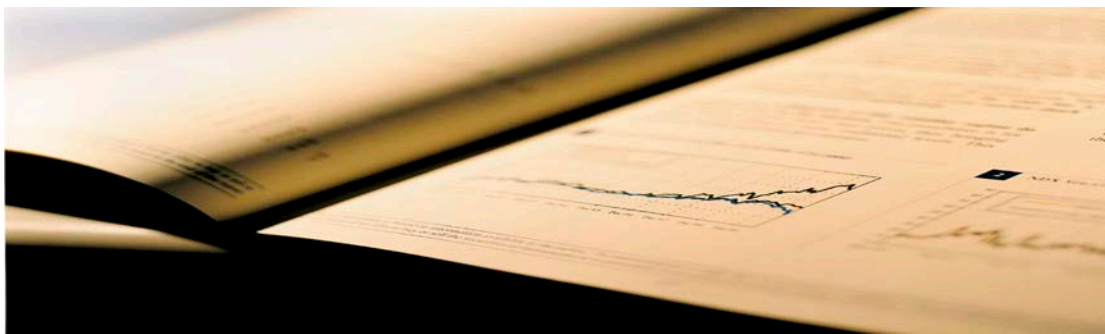


7. juni 2019



Afkastkravet på boligudlejningsejendomme synes at have stabiliseret sig på et lavt niveau

Markedet for erhvervsejendomme har traditionelt lidt under manglende gennemsigtighed sammenlignet med eksempelvis det private boligmarked. Det skyldes i høj grad mangel på adgang til data, der løbende giver indblik i den underliggende markedsudvikling samt relativt få og ofte diversificerede handler. Over de senere år er gennemsigtigheden dog blevet bedret noget, da flere erhvervsmæglere har arbejdet med datasiden og også har givet adgang til brug af disse data.

Redaktion

Christian Hilligsøe Heinig
chei@rd.dk

Per Dylmer Kristensen
pkri@rd.dk

Også i Realkredit Danmark har vi gennem et stykke tid arbejdet med at få aktiveret de mange data fra erhvervsejendomsmarkedet, som løbende registreres hos os i forbindelse med blandt andet ejendomstransaktioner, LTV-overvågninger og låneaktiviteter. Samlet set har vi data til analysebrug på små 50.000 erhvervsvurderinger fra 4. kvartal 2015 og frem. Nogle af ejendommene kan dog indgå flere gange i datamaterialet, hvis en ejendom eksempelvis er blevet handlet og der senere er blevet optaget nyt lån i ejendommen.

Den store mængde data gør, at vi har mulighed for at give et bedre indblik i udviklingen på erhvervsejendomsmarkedet. I denne analyse har vi i første omgang set nærmere på udviklingen på markedet for boligudlejningsejendomme. De primære konklusioner er som følger:

- Gode makroøkonomiske forhold og stor investorinteresse har medvirket til at presse afkastkravet ned på boligudlejningsejendomme over de senere år. Afkastkravet er i omegnen af 5 % på landsplan, 3,6 % i Aarhus og 3,4 % i København og Frederiksberg.
- Sammenlignet med at en 10-årig dansk statsrente aktuelt er i svagt negativt terræn, synes de historisk lave afkastkrav knapt så alarmerende – og markedet er i langt bedre helbredstilstand sammenlignet med tiden før finanskrisen.
- Der synes at være en tendens til, at ”dyre” udlejningsejendomme handles med et ekstra fradrag i afkastkravet sammenlignet med ”billige” udlejningsejendomme. Det kan være en indikation på, at de mere pengestærke investorer først for alvor kommer på banen, når der er en vis ”kritisk” masse at investere i – ellers bliver det lidt for besværligt at administrere for mange små enheder.
- Det er værd at bide mærke i, at afkastkravet i København og Frederiksberg samt Aarhus har bevæget sig omtrent sidelæns gennem 2018 og frem. Tilsvarende ses også en stagnerende tendens på lejepriserne i de dyreste segmenter af markedet. Et stigende udbud af lejeboliger fra høj byggeaktivitet gennem de senere år og svaghedstegnene på markedet for ejerlejligheder synes at sætte sine spor på markedet for boligudlejningsejendomme.
- Med udsigt til stadig lave renter og et fortsat opsving i dansk økonomi ser vi ikke tegn på et større pres op på afkastkravet på boligudlejningsmarkedet over det kommende år.

Udgiver

Realkredit Danmark
Lersø Parkallé 100
2100 København Ø
Risikostyring

Ansvarshavende

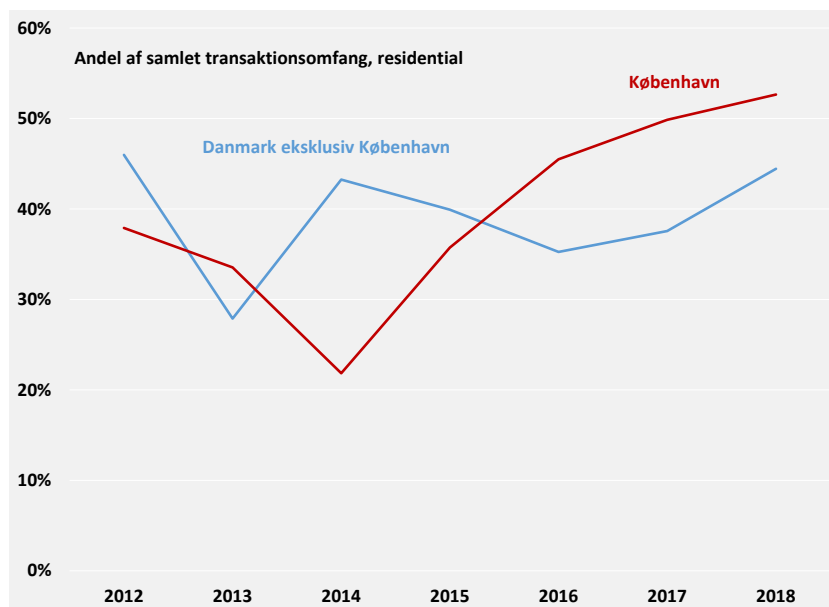
Cheføkonom
Christian Hilligsøe Heinig
chei@rd.dk

Høj investorinteresse for boligudlejningsmarkedet gennem de senere år

Boligudlejningsmarkedet har gennem de senere år nydt gavn af fremgang på både boligmarkedet og dansk økonomi. Samtidig har jagten på afkast, lave renter og likviditetsrigelighed blandt investorerne bidraget til fremgang.

Boligudlejningsejendomme især København, men til dels også landets største byer, har været set som en attraktiv mulighed for ejendomsinvestorerne. Ser man på transaktionsomfanget over de senere år, har boligejendomme stået for i omegnen af 50 % af aktiviteten i København og tæt ved 40 % i resten af landet, jf. nedenstående figur 1.

Figur 1: Boligejendomme udgør hovedparten af transaktionsomfanget på ejendomsmarkedet



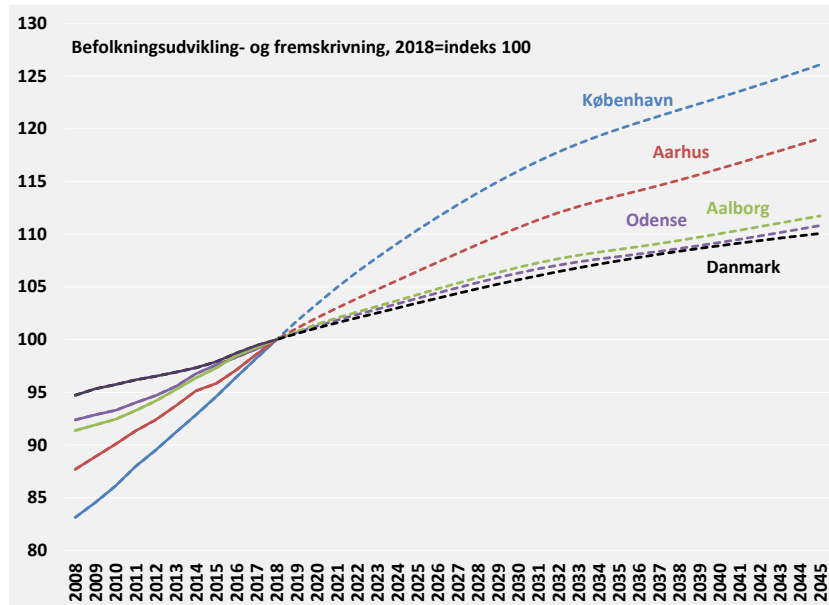
Kilde: RED, Cushman&Wakefield

Den betydelige investorinteresse bunder også i en opfattelse af, at boligudlejningsmarkedet i landets største byer har været knapt så risikabelt at investere i set i lyset af den store befolkningssøgning med byerne og en forventning om, at urbaniseringstendenserne vil bestå som en langsigtet trend, jf. figur 2.

I henhold til Danmarks Statistiks seneste regionale befolkningsfremskrivning ventes indbyggerantallet i Københavns Kommune at stige med godt 25 % frem mod 2045 svarende til mere end 150.000 nye indbyggere. Også i Aarhus ventes en befolkningstilvækst på noget mere end landsgennemsnittet over de kommende cirka 25 år. Her lyder fremskrivningen på en fremgang på små 20 % mod 10 % på landsplan. I Odense og Aalborg ventes en marginalt større fremgang end landsgennemsnittet. Fraregner man København og Aarhus fra landsgennemsnittet, er der dog kun tale om en fremgang på 7 % frem mod 2045 mod henholdsvis 11 % i Odense og 12 % i Aalborg.

Som altid skal man passe på med at tolke for hårdt på befolkningsfremskrivninger, som i vid udstrækning bygger på de senere års tendenser. Disse forbehold ændrer dog ikke ved den overordnede konklusion om, at der er begrundet forventning om, at landets største byer vil opleve en relativt større befolkningsfremgang sammenlignet med resten af landet over en længere årrække.

Figur 2: Der har været og ventes en større befolkningstilvækst i København og Aarhus vs Danmark



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Afkastkravet på boligudlejningsejendomme synes at stabilisere sig på et lavt niveau

Set i lyset af ovenstående, er det derfor knapt så overraskende, at vi kan konstatere, at afkastkravet på boligudlejningsejendomme generelt har været faldende over de senere år. Det gælder, hvad enten vi kigger på landsgennemsnittet eller vender blikket mod landets største studiebyer, jf. figur 3. Vores data viser, at afkastkravet på landsplan er faldet fra omtrent 5,3 % i slutningen af 2015 til nu 5 %. Det bygger på små 20.000 vurderinger gennem denne periode.

Faktaboks: Forskel i lejeniveauer og afkastkrav sammenlignet med erhvervsmæglerne

Det er vigtigt at være opmærksom på, at vores tal ikke er direkte sammenlignelige med de tal, man ellers møder i markedet via erhvervsmæglerne tal for både lejeprisniveauer og afkastkrav. Det skyldes, at vi ser på et tværsnit af hele markedet – og ikke kun på de løbende ejendomstransaktioner, hvilket mæglerne tal bygger på.

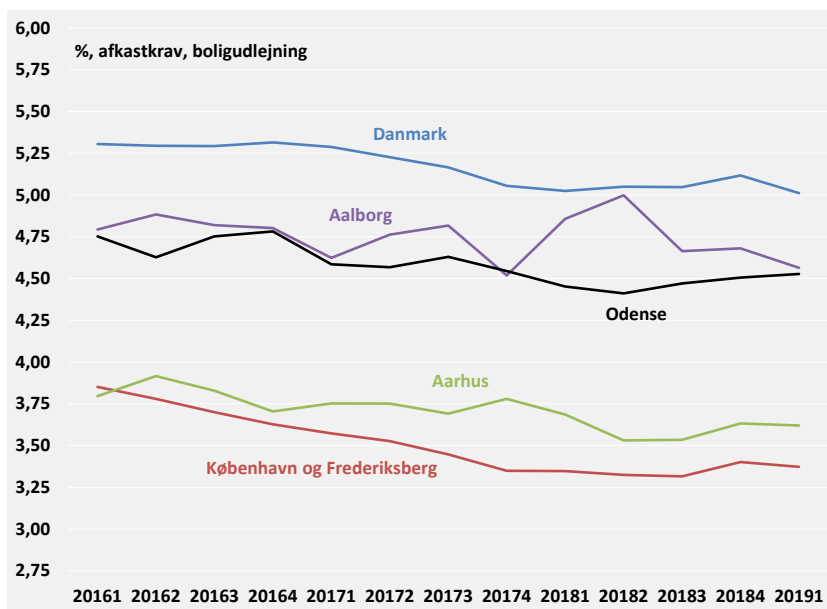
På nuværende tidspunkt kan vi ikke i vores data sondre mellem, hvornår lejekontrakter er indgået eller hvorvidt ejendommene er omfattet af huslejerregulering. Vores data viser med andre ord et billede af det gennemsnitlige huslejeniveau på tværs af markedet, men samtidig vil vores huslejeniveauer aktuelt være lavere end de huslejeniveauer, man ser indgået her og nu i markedet. Både fordi der i sagens natur vil være et lidt længere gennemslag i vores data, da nye huslejeniveauer først vil slå igennem ved en ny vurdering af ejendommen samt, at vi efter alt at dømme har en relativ større vægt af ejendomme med huslejerregulering i vores data sammenlignet med disse ejendomme andel af transaktionsomfanget.

Det betyder også, at vores afkastkrav kan være lavere end mæglerne tal – især i de områder, hvor der er mange boligudlejningsejendomme, der har et potentiale for modernisering – såkaldte §5.2 ejendomme.

Vi sondrer ikke mellem såkaldte primære og sekundære beliggenheder i vores ejendomsdata.

Zoomer vi ind på danmarkskortet, kan vi se, at afkastkravet falder sammenlignet med landsgennemsnittet, når vi bevæger os til enten Odense eller Aalborg. Begge steder er niveauet i øjeblikket i omegnen af 4,5 %. Og kigger vi mod Aarhus skrumper afkastkravet yderligere til 3,6 % for at bunde i København og Frederiksberg på 3,4 %. Denne "rangorden" er helt i tråd med de prisforskelle, vi også ser på det private boligmarked.

Figur 3: Afkastkravet har haft en pil ned over de senere år – men sidelæns bevægelse fra 2018



Kilde: Realkredit Danmark

Note: Glidende gennemsnit over to kvartaler for at mindske mere eller mindre tilfældige udsving i data

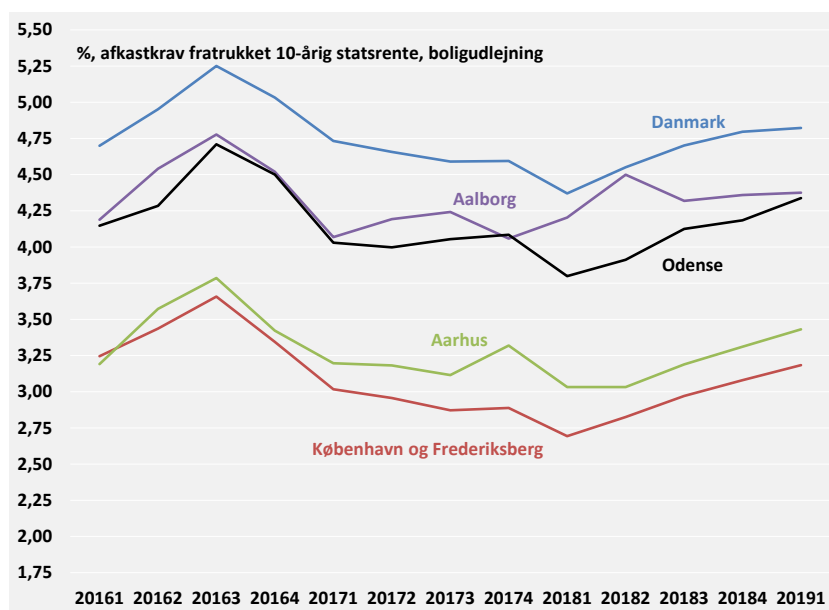
Afkastkravene på markedet for boligudlejningsejendomme befinder sig aktuelt på nogle historisk lave niveauer. Det kan jo på overskriftsniveau hurtigt give anledning til bange anelser med tanke på årene efter 2006/2007. Selve niveauet for afkastkravet kan dog ikke stå alene. Det er i høj grad relevant at holde afkastkravet op mod et alternativafkast. Sammenligner vi derfor med en ti-årig dansk statsobligationsrente, er risikopræmien ved at investere i boligudlejningsejendomme på et relativt højt niveau i en historisk kontekst. Tager vi afkastkravet på landsplan, er det i årets første kvartal cirka 4,8 %-point over den ti-årige statsobligationsrente, mens det i København og Frederiksberg er mere end 3 % over, jf. figur 4. Til sammenligning var forskellen tæt på 0 %-point tilbage i perioden 2007/2008 på visse dele af erhvervsejendomsmarkedet.

Set i det lys fremstår udviklingen i denne omgang væsentligt sundere end tilbage i tiden før den finansielle krise. Det er dog ikke det samme som at sige, at der ikke er trusler mod ejendomsmarkedet. For nyligt har vi set nærmere på rentetruslen, jf. vores analyse fra marts: *"Næppe rentestigninger lige om hjørnet – ejendomsinvestorerne bør dog forholde sig til renterisikoen givet de lave afkastkrav"*.

Ellers er det ud fra figur 3 værd at bide mærke i, at afkastkravet i København og Frederiksberg samt Aarhus har bevæget sig omtrent sidelæns gennem 2018 og frem. Og sammenholdt med udviklingen i den 10-årige statsrente, har der ligefrem været tale om en stigende risikopræmie ved at investere i boligudlejningsejendomme, jf. figur 4. Et stigende udbud af lejeboliger fra høj byggeaktivitet

gennem de senere år og svaghedstegnene på markedet for ejerlejligheder synes altså også at sætte sine spor på markedet for boligudlejningsejendomme.

Figur 4: Så meget er afkastkravet over den 10-årige danske statsobligationsrente (risikofri rente)



Kilde: Macrobond og Realkredit Danmark

Effekten på boligudlejningsmarkedet fra svaghedstegn på det private boligmarked kan i øvrigt være tosidet, og afhænger i sidste ende af det konkrete scenarie. Hvis boligpriserne falder, så gør det alt andet lige boligbyrden mindre, og gør det relativt mere attraktivt at eje frem for at leje. Omvendt – hvis markedets psykologi er negativ og danskerne frygter faldende boligpriser, vil de være tilbøjelige til at leje bolig for at undgå at risikere et formuesmæk fra faldende boligpriser – også selv om det på papiret kan være billigere at eje end at leje her og nu. Det vil tendere til at trække efterspørgslen op efter lejligheder. Sidstnævnte effekt så vi gennem finanskrisen, hvor mange projektboliger, der var ment som ejerlejligheder, endte som udlejningsboliger og til et ganske pænt lejeniveau.

Tendens til pres ned på afkastkravet, hvis der er volumen nok at investere i

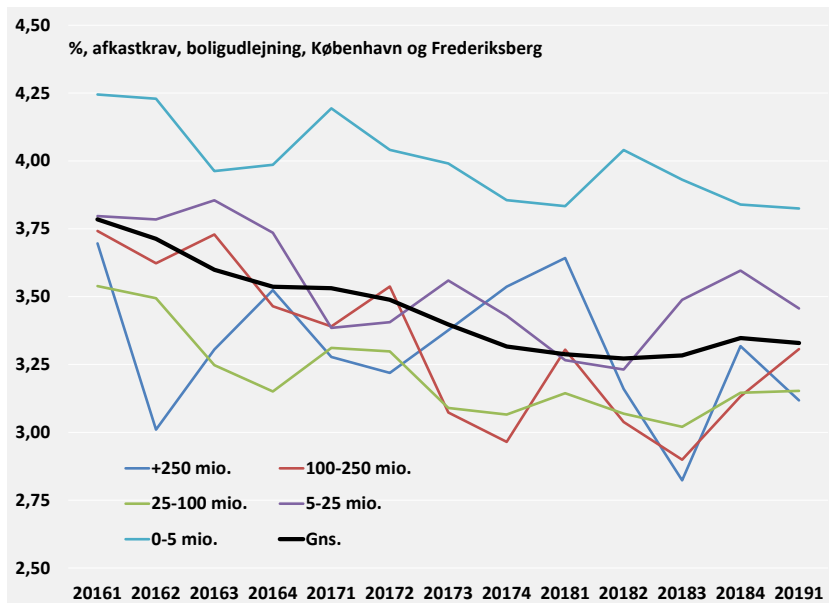
En ting er forskellen i afkastkrav på tværs af landets kommuner, noget andet er selvfølgelig, at der også er store forskelle på afkastkravet indenfor kommunegrænserne. Afkastkravet afhænger i sagens natur både af ejendommens beliggenhed – sekundær eller prime, stand og udviklingspotentiale.

I nedenstående figur 5 er vist de gennemsnitlige afkastkrav i København og Frederiksberg opdelt efter prisen på ejendommen. Her svinger afkastkravet fra 3,8 % på de billigste ejendomme op til 5 mio. og ned mod 3 % for de dyreste ejendomme – og i nogle kvartaler har der ligefrem været afkastkrav på under 3 %.

I takt med at vi dykker længere ned i data, kommer der helt naturligt lidt ekstra udsving i kurverne grundet færre observationer og diversificerede ejendomme. En overordnet konklusion synes dog at være, at afkastkravene generelt er i den lavere ende, når priserne kommer op over 25 mio. kroner.

Det kan være en indikation på, at de mere pengestærke investorer først for alvor kommer på banen, når der er en vis "kritisk" masse at investere i – ellers bliver det lidt for besværligt at administrere for mange små enheder.

Figur 5: Store forskelle på afkastkravet på boligudlejning inden for kommunegrænserne



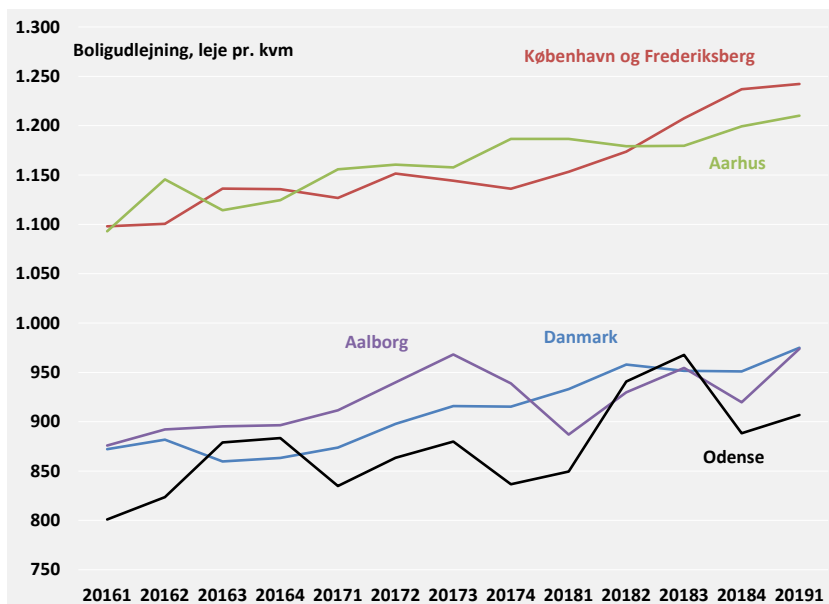
Kilde: Realkredit Danmark

Note: Glidende gennemsnit over to kvartaler for at mindske mere eller mindre tilfældige udsving i data

Stigende lejepriser på boligudlejning – men stigningen er aftaget på de dyreste segmenter

Stigende lejepriser har også været med til at understøtte boligudlejningsmarkedet gennem de senere år. I henhold til vores data er den gennemsnitlige leje pr. kvadratmeter steget med lidt mere end 10 % på landsplan og omtrent de samme vækstrater i København, Aarhus, Odense og Aalborg. Den gennemsnitlige kvadratmeterpris er højest i København og Frederiksberg med cirka 1.245 kroner pr. kvadratmeter mod 975 kroner pr. kvadratmeter på landsplan, jf. figur 6.

Figur 6: Lejepriserne har været stigende gennem de senere år

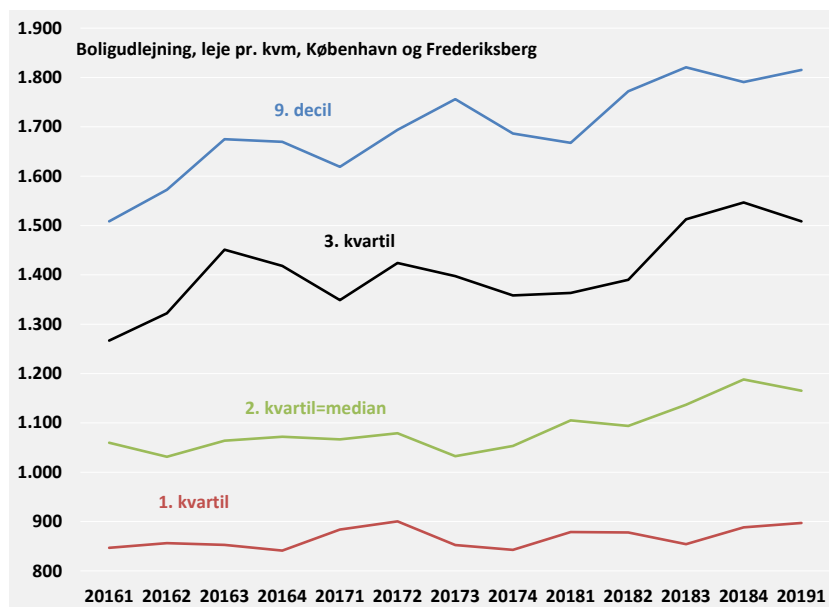


Kilde: Realkredit Danmark

Note: Glidende gennemsnit over to kvartaler for at mindske mere eller mindre tilfældige udsving i data

De stigende lejepriser fordeler sig ikke ensartet på tværs af boligudlejningsmarkedet. Der er eksempelvis en del ejendomme, der er omfattet af huslejeregulering, og det er med til at dæmpe potentialet for stigende lejepriser. Vi ser da også betydelige forskelle i lejepriserne på tværs af boligudlejningsmarkedet i København og Frederiksberg, jf. figur 7. Ser vi på den såkaldte 1. fraktil, har 25 % af ejendommene en lejepris pr. kvadratmeter på maksimalt 900 kroner. Dette niveau har været relativt stabilt over de seneste par år.

Figur 7: Markante forskelle i lejepriserne på udlejningsejendomme



Kilde: Realkredit Danmark

Note: Glidende gennemsnit over to kvartaler for at mindske mere eller mindre tilfældige udsving i data

Det er i stedet især i den dyreste del af markedet, hvor der har været et ryk opad i lejepriserne. Ser vi på den tredje fraktil, har 75 % af ejendommene en lejepris pr. kvadratmeter på op til godt 1.500 kroner – og her har der været en stigning på cirka 20 % siden starten af 2016. Og omtrent tilsvarende stigningstakt kan vi se, hvis vi zoomer ind på den såkaldte 9. decil, som dækker over, at 90 % af boligudlejningsejendommene har en lejepris på op til 1.815 kroner pr. kvadratmeter.

At det især er ejendomme med de højeste lejepriser, der har oplevet et ryk opad i huslejen over de senere år, skal efter alt at dømmes ses i lyset af tilførslen af flere nye boligkvadratmeter i velbeliggende områder, og at nogle ejendomme kan være blevet gennemrenoveret med stigende husleje pr. kvadratmeter til følge.

Det er klart, at man altid skal være påpasselig med for hårde konklusioner på baggrund af en relativ kort tidsperiode og med et begrænset datamateriale til rådighed. Der synes dog med førnævnte forbehold in mente at være en indikation af, at lejepriserne i de dyreste segmenter har været stagnerende over de seneste kvartaler. Det understøtter samme billede, som vi også så med afkastkravene – at markedet for boligudlejningsejendomme er gået noget ned i tempo.

Realkredit Danmark har udarbejdet publikationen alene til orientering. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge obligationer eller i øvrigt optage realkreditlån. Publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for kundens egen vurdering af, hvorledes der skal disponeres. Efter Realkredit Danmarks opfattelse er publikationen korrekt og retvisende. Realkredit Danmark påtager sig dog ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed og fuldkommenhed eller for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.