

14. marts 2019



Næppe rentestigninger lige om hjørnet – ejendomsinvestorerne bør dog forholde sig til renterisikoen givet de lave afkastkrav

Erhvervsejendomsmarkedet har været gennem nogle gode år med stigende priser og høj aktivitet godt hjulpet på vej af gunstige konjunkturer, lave renter, masser af likviditet i det finansielle system og jagt på afkast blandt investorerne. De primære trusler mod ejendomsmarkedet er i øjeblikket en afmatning i de økonomiske konjunkturer, en ændring i risikopræmierne blandt investorerne eller en stigning i renterne.

I den seneste tid er de danske realkreditrenter faldet til historisk lave niveauer, og meldingerne fra centralbankerne tyder ikke på, at de lave renters tid lakker mod enden lige foreløbigt. Den europæiske centralbank har for nyligt meldt ud, at en første renteforhøjelse i hvert fald ikke kommer på tale i 2019. Ikke desto mindre spiller renteutviklingen en vigtig rolle i forhold til prisdannelsen på ejendomsmarkedet, og det er vigtigt, at man som investor trods alt forholder sig til risikoen for stigende renter før eller siden. Især også set i lyset af de lave afkastkrav og derigennem endnu højere prisfølsomhed på ejendomsporteføljen i tilfælde af renteændringer. I denne analyse ser vi lidt nærmere på sammenhængen mellem renter og afkastkrav. De primære konklusioner er som følger:

- Trods historisk lave afkastkrav fremstår erhvervsejendomsmarkedet i langt bedre helbredstilstand sammenlignet med tiden før finanskrisen. Afkastkravene er således faldet væsentligt mindre end den risikofrie rente over de seneste år. Sammenligner vi med en ti-årig dansk statsobligationsrente, er risikopræmien ved at investere i ejendomme på et relativt højt niveau i en historisk kontekst.
- Det ændrer dog ikke ved, at renteændringer vil spille en betydelig rolle for prissætningen på ejendomsmarkedet. Især for ejendomme i de største byer og med primær beliggenhed. Jo lavere afkastkrav i udgangspunktet desto større rentefølsomhed vil investor have. Denne rentefølsomhed kan man som investor overveje at inddrage i sin finansieringsprofil, og derigennem mindske sin renteeksponering.
- Renten er dog langt fra den eneste faktor, der spiller ind på afkastkravet, og ændringer i renten vil heller ikke nødvendigvis slå igennem én-til-én på afkastkravet. Med en simpel model, der blandt andet inddrager de økonomiske konjunkturer, er vi i stand til at forklare langt hovedparten af udsvingene i afkastkravet siden 2003.
- Polariseringstendenserne gør sig ikke kun gældende på boligmarkedet – også på erhvervsejendomsmarkedet gør det sig gældende. Selv om der i sagens natur er forskelle, gør mange af de samme mekanismer sig gældende på både bolig- og erhvervsejendomsmarkedet. Vi ser da heller ikke de store forskelle i prisudsvingene over de seneste cirka 20 år.

Redaktion

Christian Hilligsøe Heinig
chei@rd.dk

Udgiver

Realkredit Danmark
Lersø Parkallé 100
2100 København Ø
Risikostyring

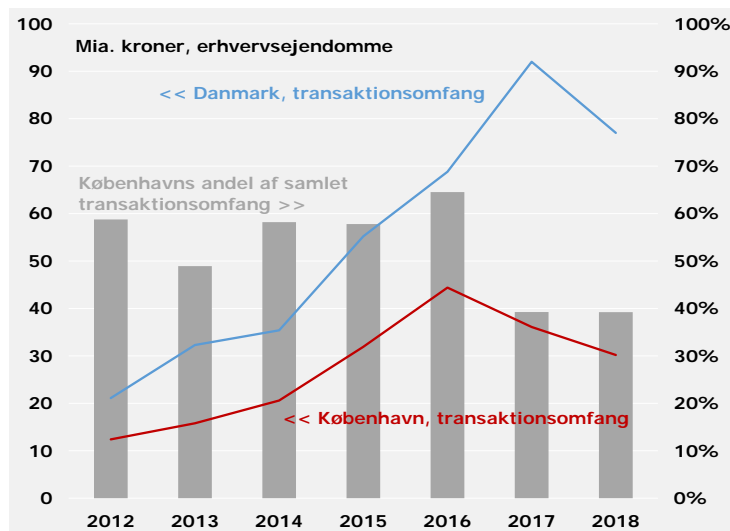
Ansvarshavende

Cheføkonom
Christian Hilligsøe Heinig

Stadig høj aktivitet på erhvervsjendomsmarkedet og stor udenlandsk investorinteresse

Det er efterhånden et par måneder siden, at der blev sat punktum for kalenderåret 2018, og der kan dermed samles op på det samlede transaktionsomfang på erhvervsjendomsmarkedet sidste år. Samlet set blev der i henhold til erhvervsjendomsrådgiveren RED omsat ejendomme for 77 mia. kroner. Trods en nedgang i aktiviteten på 15 mia. kroner sammenlignet med rekordåret 2017 var der dog stadig tale om et meget højt aktivitetsniveau i en historisk kontekst, jf. figur 1.

Figur 1: Stadig højt transaktionsomfang på ejendomsmarkedet i 2018

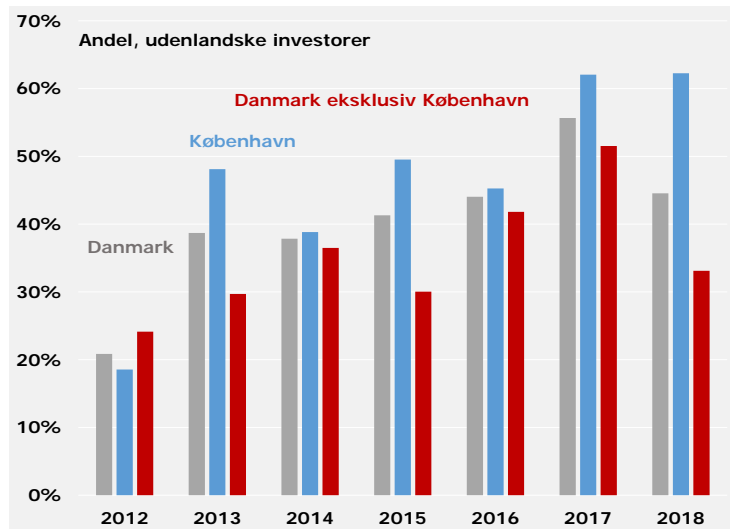


Kilde: RED Cushman&Wakefield og egne beregninger

Aktivitetsskudene toppede allerede året før i København, men andelen af det samlede transaktionsomfang blev fastholdt på i underkanten af 40 % i 2018. Tilbage i 2016 stod det københavnske ejendomsmarked for næsten 2/3 af det samlede transaktionsomfang på landsplan. Ejendomsinvestorerne har altså over de seneste par fået øjnene lidt mere op for ejendomsinvesteringer uden for københavnsområdet.

2018 var endnu et år med stor udenlandsk interesse for at købe danske ejendomme. Samlet set stod udenlandske aktører – primært fra Sverige, USA og Tyskland – for 45 % af aktiviteten.

Figur 2: De udenlandske investorer er især koncentreret omkring københavnske ejendomme



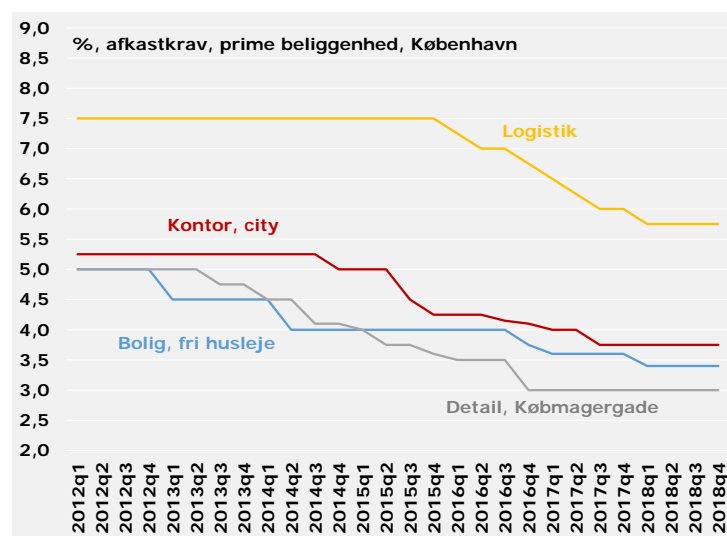
Kilde: RED Cushman&Wakefield og egne beregninger

Det var en lille tilbagegang sammenlignet med året før, hvor udenlandske aktører stod for mere end halvdelen af transaktionsomfanget – helt præcist 56 %. De udenlandske investorer har især fokus på det københavnske marked, hvor de stod for godt 60 % af aktiviteten i 2018 – marginalt højere end i 2017 og på et rekordhøjt niveau. Zoomer vi uden for København stod de udenlandske ejendomsinvestorer for omtrent 1/3 af aktiviteten.

Afkastkrav på rekordkurs på flere segmenter – men pæn luft til risikofri rente

Lave obligationsrenter og usikre aktiemarkeder gennem de senere år har øget investorenes efterspørgsel efter erhvervsjendomme i jagten på afkast. Det har bidraget til at presse priserne op og sendt afkastkravene ned, jf. figur 3. På flere segmenter befinder afkastkravene sig lige nu på rekordlave niveauer.

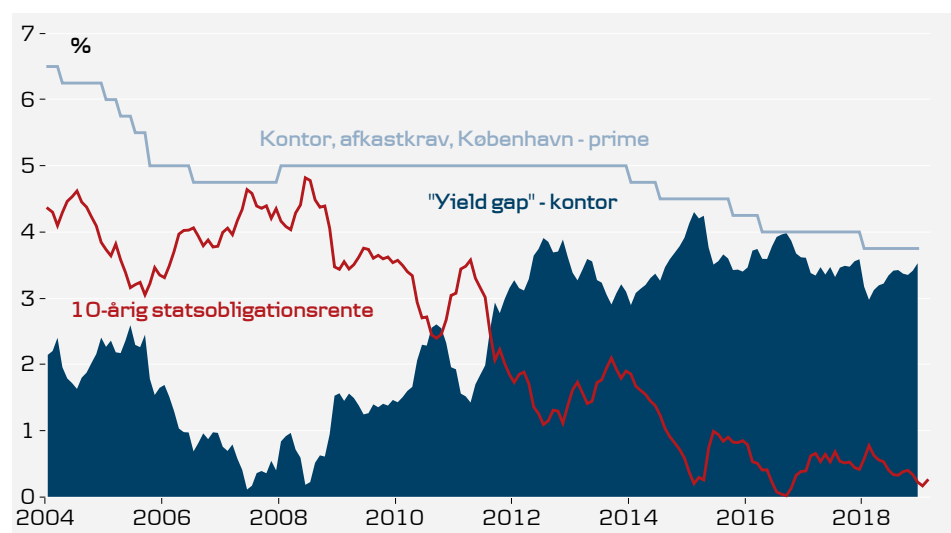
Figur 3: Afkastkravene er blevet sendt pænt ned over de senere år



Kilde: RED Cushman&Wakefield

Ser vi på kontorer i København med primær beliggenhed, er afkastkravet i dag lavere end i tiden før den finansielle krise, jf. figur 4. Tilbage i 2006/2007 bundede afkastkravet på 4,75 %, og i dag er det anslåede afkastkrav på 3,75 % i henhold til Colliers.

Figur 4: Trods historisk lavt afkastkrav er der stadig en pæn risikopræmie at hente



Kilde: Colliers, Macrobond og egne beregninger

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 ejendomme på et relativt højt niveau i en historisk kontekst. Med de seneste tal er afkastkravet godt 3,5 %-point over den ti-årige statsobligationsrente. Til sammenligning var forskellen tæt på 0 %-point tilbage i perioden 2007/2008. Set i det lys fremstår udviklingen på erhvervsejendomsmarkedet væsentligt sundere end tilbage i tiden før den finansielle krise.

Lavt afkastkrav øger alt andet lige rentefølsomheden for investor

Den aktuelle store forskel mellem afkastkravet og statsobligationsrenterne er dog ikke ensbetydende med, at ejendomsmarkedet ikke er sårbart overfor et økonomisk tilbageslag eller en stigning i renterne.

Nogle gange har vi hørt den tolkning fra ejendomsinvestorer, at ”der er noget at tage af”, hvis eksempelvis renterne skulle stige, og rentestigningerne dermed ikke vil have den store indvirkning på erhvervsejendomsmarkedet. Set med vores øjne er det dog en for snæver betragtning. Investorerne vil hele tiden have fokus på alternativafkastet, og hvis eksempelvis den risikofrie rente rykker sig, så vil det også have en indvirkning på afkastkravet ved investering i ejendomme.

I figur 5 er skitseret en simpel teoretisk beregning af, hvor meget en ændring i afkastkravet på 1 %-point alt andet lige slår igennem på ejendomsprisen. Det gøres ved at tilbagediskontere et fremtidigt cashflow med det nye afkastkrav og holde det op mod værdien med det gamle afkastkrav. Her kan vi hurtigt se, at en renteændring potentielt set kan have en markant indvirkning på ejendomspriserne.

Hvis vi har et afkastkrav på 4 % i dag, og afkastkravet pludseligt stiger til 5 %, betyder det alt andet lige, at ejendomsprisen falder med hele 20 %. Og som beregningen også med al tydelighed illustrerer, jo lavere afkastkrav i udgangspunktet desto større rentefølsomhed vil man som ejendomsinvestor helt naturligt have. Dette er i hvert fald et vigtigt budskab, som kan udledes ud fra figur 5.

Figur 5: Jo lavere afkastkrav i udgangspunktet desto større rentefølsomhed alt andet lige

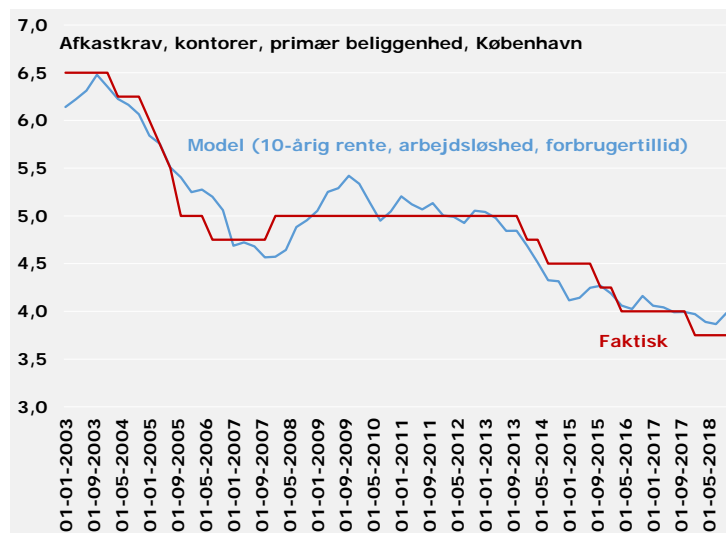


Beregningerne i figur 5 kan man til tider opleve blive tolket lidt for hårdt i forhold til rentefølsomheden på ejendomsmarkedet. Det er således meget sjældent, at "alt andet er lige", og en ændring i renten vil ikke nødvendigvis slå igennem én-til-én i afkastkravet. Det har vi jo også oplevet over de senere år, hvor renterne er faldet noget mere end afkastkravet.

Endvidere er der heller ingen tvivl om, at der er mange andre faktorer end renten, der spiller ind på afkastkravet på ejendomsmarkedet. De økonomiske konjunkturer og boligmarkedet spiller i sagens natur en rolle ligesom likviditeten på de finansielle markeder, investorernes syn på risiko og kreditvilligheden hos den finansielle sektor alle er vigtige elementer i dannelsen af afkastkravet. Og hvordan en given ændring i renten spiller ind på afkastkravet vil derfor også afhænge af udviklingen i de andre parametre. Helt som på boligmarkedet vil en stigning i renten ikke nødvendigvis slå negativt igennem på priserne, hvis eksempelvis beskæftigelsen og indkomsterne samtidig udvikler sig så gunstigt, at de neutraliserer den negative renteeffekt.

Forsøger vi at indfange udviklingen i afkastkravet på kontorejendomme med primær beliggenhed i København, viser det sig også, at andre faktorer end renten giver et vigtigt bidrag til at forklare udviklingen. I figur 6 har vi opstillet en simpel regressionsmodel, hvor vi ved hjælp af den ti-årige danske statsrente, arbejdsløsheden – som en proxy for både konjunkturerne og efterspørgslen efter kontorlokaler – samt forbrugertilliden, der kan ses som et mål for den samlede optimisme i økonomien og dermed også et form for spejl på udlånsvilligheden i den finansielle sektor, er i stand til at forklare langt hovedparten af udsvingene i afkastkravet siden 2003.

Figur 6: Andre faktorer end renten spiller ind i forhold til afkastkravet



Kilde: Colliers, Macrobond og egne beregninger

Modellen forklarer samlet set mere end 90 % af variationen i afkastkravet. Havde vi blot nøjes med at forklare afkastkravet ud fra den 10-årige statsobligationsrente, ville modellen kun fange godt 50 % af variationen. Modellen tilsiger, at en ændring i den 10-årige statsobligationsrente på 1 %-point alt andet lige giver en effekt på afkastkravet på i omegnen af 0,25 %-point.

Som altid skal man tage simple regressionsmodeller med et gran salt, men ikke desto mindre understreger figur 6, at renten spiller en vigtig rolle for afkastkravet samtidig med, at andre drivere

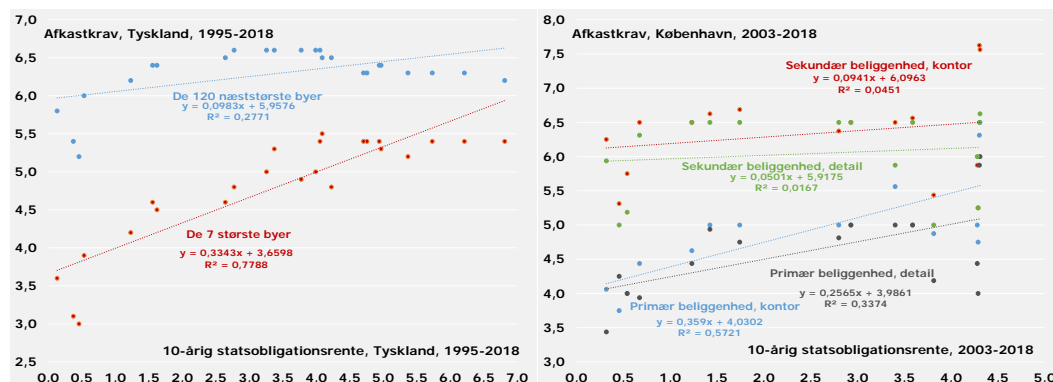
også har en betydelig indflydelse på afkastkravet. Ligeledes kan man også inden for modellens rammer nemt illustrere, hvordan en evt. negativ renteeffekt kan blive neutraliseret i tilfælde af bedre konjunkturer og deraf faldende arbejdsløshed og stigende økonomisk optimisme.

Størst rentefølsomhed i de største byer og ejendomme med primær beliggenhed

En alternativ måde at sammenholde rente og afkastkrav på er ved at sætte dem op mod hinanden. Det er gjort i nedenstående figur 7 for både tyske data og danske data. Data for det tyske ejendomsmarked har den fordel, at det er et større marked med flere data til rådighed, og samtidig har de en længere tidshistorik end danske data.

Her ses det, at der er en ganske tydelig sammenhæng mellem den ti-årige tyske statsobligationsrente og afkastkravet i perioden 1995-2018 for de syv største byer. En højere rente medfører således et højere afkastkrav – og en ændring i den tyske 10-årige statsrente på 1 %-point slår alt andet lige igennem med 0,33 % på afkastkravet. Det er også værd at bide mærke i, at den positive sammenhæng er knap så stærk for de 120 næststørste byer i Tyskland. Rentefølsomheden er med andre ord størst i de største byer.

Figur 7: Størst rentefølsomhed i de største byer og ved primær beliggenhed



Kilde: Colliers, Macrobond, Bundesbank og egne beregninger

I figur 7 er lavet en tilsvarende øvelse i perioden fra 2003-2018 på kontorer og butiksejendomme i København med henholdsvis primær og sekundær beliggenhed. Her viser det sig, at der er langt større rentefølsomhed på ejendomme med primær beliggenhed, mens der ikke er den store positive sammenhæng mellem rente og afkastkrav på ejendomme med sekundær beliggenhed. Her bidrager den ti-årige danske statsobligationsrente ikke det store i forhold til at forklare udsvingene i afkastkravet fra år til år.

Konklusionerne fra figur 7 er næppe så overraskende igen set i lyset af, at afkastkravet i udgangspunktet er relativt lavest i de største byer og på ejendomme med prime beliggenhed. Dermed har de også den største rentefølsomhed.

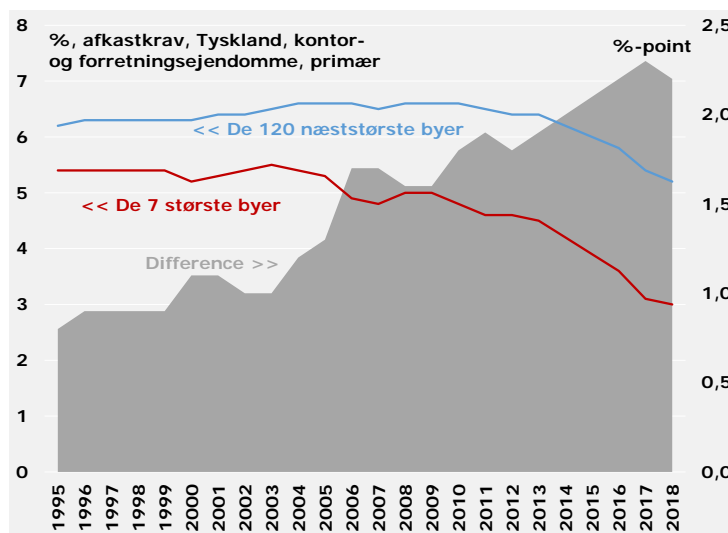
Endeligt kan den tættere sammenhæng mellem rente og afkastkrav i de store byer og på ejendomme med primær beliggenhed måske skyldes, at de store ejendomsinvestorer i højere grad er aktive på disse markeder, mens brugerejendomme måske spiller en relativt større rolle i de andre områder.

Polariseringen er ikke kun et fænomen på boligmarkedet

Gennem en årrække har der været et stort fokus på polariseringen af boligmarkedet, hvor boligpriserne i landets største byer i den grad har givet baghjul til resten af landet – en tendens man også har set i andre lande omkring os. Det skyldes i høj grad den underliggende urbaniseringstendens, og at de lave renter har haft den største ekspansive effekt på boligmarkedets dyreste områder. Polariseringen er imidlertid ikke kun et fænomen på boligmarkedet – også på erhvervsmarkedet har den gjort sit indtog, hvor investorerne har haft fokus på de største by-områder – herunder særligt København.

De tilgængelige hjemlige data for ejendomsmarkedet er dog knap så gode til at belyse denne polarisering, men igen kan vi tage udgangspunkt i de tyske data for at illustrere den underliggende udvikling. Det er vist i figur 8, hvor vi ser udviklingen i afkastkravet på kontor- og forretningsejendomme med primær beliggenhed i de 7 største byer og de efterfølgende 120 næststørste byer. Den overordnede bevægelse i afkastkravene har været nogenlunde den samme, men afkastkravet er faldet mest i de største byer, og der er i dag en tæt ved historisk stor forskel i afkastkravet. I de 7 største byer er afkastkravet i dag på 3 % mod 5,2 % i de 120 næststørste byer – altså en forskel på hele 2,2 %-point. For tyve år siden lå forskellen på blot 0,9 %-point, mens den var steget til 1,6 %-point for ti år siden.

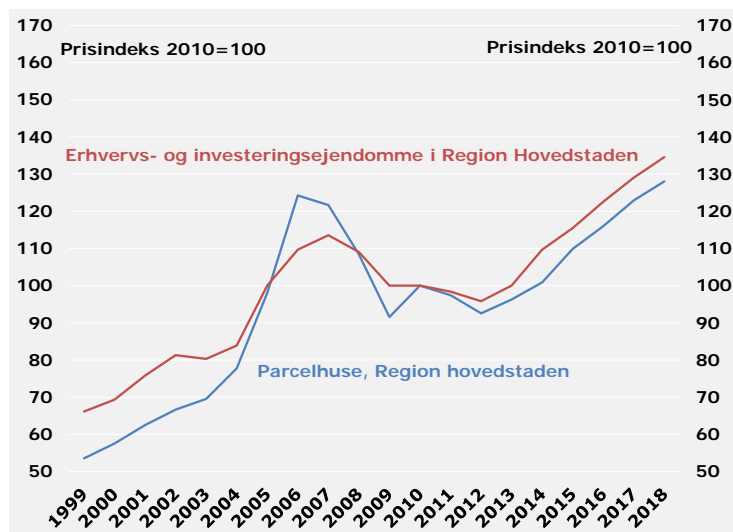
Figur 8: Polarisering ikke kun et fænomen på boligmarkedet – det gør sig også gældende på erhverv



Kilde: Bundesbank og egne beregninger

Selv om der i sagens natur er forskelle på boligmarkedet og erhvervsjendomsmarkedet, så må vi konstatere, at mange af de samme faktorer gør sig gældende i forhold til at forklare prisudviklingen. Til tider fremstilles det som om, at renteudviklingen spiller en endnu større rolle for prisudviklingen på det private boligmarked, men her spiller konjunkturerne, indkomsterne, udlånvilligheden hos bankerne og den økonomiske optimisme også en afgørende rolle for prisudviklingen. Og i det hele taget er det slående at se, at prisudviklingen på boligmarkedet i Region Hovedstaden i høj grad minder om prisudviklingen på erhvervs- og investeringsejendomme over de seneste cirka 20 år, jf. nedenstående figur 9.

Figur 9: Relativ prisudvikling på boliger og erhvervsjendomme over de seneste cirka 20 år



Kilde: Colliers, Finans Danmark og egne beregninger

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.