

9. marts 2017



Erhvervsejendomsmarkedet: Spredning af risiko - tid til fokus på sikring af friværdi?

- Ejendomsmarkedet har været i fremgang over de senere år – især i hovedstadsområdet, hvor priserne har nået et rekordhøjt niveau og investorenes afkastkrav på velbeliggende ejendomme er kommet ned i omegnen af tidligere tiders bundniveau. Fremgangen ses også i vores egne belåningsværdier på ejendomsmarkedet, hvor belåningsgraden er faldende og friværdierne dermed stigende.
- Der er flere forklaringer på fremgangen på ejendomsmarkedet. For det første har de senere års moderate økonomiske opsving herhjemme haft en positiv effekt på efterspørgslen efter erhvervsejendomme. For det andet har udenlandske investorer fået øjnene op for investeringer i ejendomme i primært hovedstadsområdet, og endeligt er der ikke nogen tvivl om, at de lave renter har været med til at give nogle vitaminer til ejendomsmarkedet.
- De lave renter understøtter ejendomsmarkedet af to kanaler. For det første betyder det i sagens natur, at det bliver billigere at låne til at investere i ejendomme. For det andet har de negative renter i centralbankerne øget investorenes jagt på afkast, og det har ført til et øget fokus på andre aktivgrupper end obligationer og aktier.
- Hvor det er svært præcist at kvantificere priseffekten af renteændringer på erhvervsejendomsmarkedet, synes der ikke at være tvivl om, at renteændringer vil påvirke prisudviklingen – og effekten vil være afhængig af i hvilket finansielt og økonomisk miljø, renten ændrer sig i. Det betyder også, at markedet vil være sårbart ved eventuelle rentestigninger i fremtiden.
- Der synes næppe grund til at frygte større rentestigninger lige rundt om hjørnet. Ser vi ud over det kommende år eller to, er der dog ingen tvivl om, at usikkerheden om den fremtidige rente er stigende.
- Selv om der er flere låntagere i de senere år, som har fået noget mere varighed ind i deres låneportefølje, er der stadig mange ejere af erhvervsejendomme, som ikke har nogen effektiv forsikring af friværdien i ejendommen ved evt. fremtidige rentestigninger. Disse virksomheder bør med de aktuelt lave renter gøre sig sine overvejelser i forhold til, om en sådan forsikring kan være relevant i forhold til deres økonomiske forhold og risikoprofil.
- Tager man eksempelvis udgangspunkt i et fastforrentet afdragsfrit 30-årigt lån, vil en rentestigning på 1 %-point alt andet lige reducere værdien af gælden med mere end 10 %. Alternativt kan også bruges derivater i form af swap-lån. Her er kursfølsomheden endnu større, men til gengæld opgiver man så sin konverteringsret, og det kan derfor blive dyrt at komme ud af aftalen før tid, hvis renten er faldet.

Redaktion

Christian Hilligsøe Heinig
chei@rd.dk

Udgiver

Realkredit Danmark
Lersø Parkallé
2100 København Ø
Risikostyring

Ansvarshavende

Cheføkonom
Christian Hilligsøe Heinig

Stigende ejendomspriser og stigende friværdier på erhvervsejendomsmarkedet

Erhvervsejendomsmarkedet har generelt været i fremgang over de senere år med stigende transaktionsvolumen og stigende ejendomspriser. Helt som på boligmarkedet har fremgangen dog især været centreret i hovedstadsområdet og til dels i de største by-områder herhjemme.

Det er ikke kun beliggenheden, der har spillet en vigtig rolle for prisudviklingen over de senere år. Erhvervsejendomme med lange udlejningskontrakter har været i høj kurs hos investorerne, da de er med til at sikre et stabilt cash flow over en årrække. Endvidere har især boligudlejningsejendomme oplevet en stor interesse, hvilket skal ses i lyset af den store boligefterspørgsel i flere af landets største byer. Eksempelvis oplever København fortsat en stor stigning i indbyggerantallet – en tendens der ventes at fortsætte over en længere årrække.

Som altid er det en udfordring med solide tal for prisudviklingen på erhvervsejendomsmarkedet. Det skyldes som nævnt, at der kan være store forskelle i prisudviklingen alt afhængig af geografi og erhvervssegmenter – og det i kombination med en begrænset løbende handelsaktivitet modsat boligmarkedet. Det betyder, at de prisindeks der findes på erhvervsejendomme ofte giver betydelige udsving fra kvartal til kvartal, og det kan dermed være mere end svært at sige noget mere præcist om den underliggende prisudvikling.

Erhvervsmæglervirksomheden Sadolin og Albæk har dog udviklet et prisindeks for erhvervs- og investeringsejendomme i hovedstadsområdet. Dette indeks er vist i figur 1. Som det fremgår er priserne steget betydeligt siden de bundede i 2012, og de er i dag målt nominelt på et højere niveau end tilbage i 2007. Altså præcis samme udvikling, som vi også har været vidne til på ejerboligmarkedet i København.

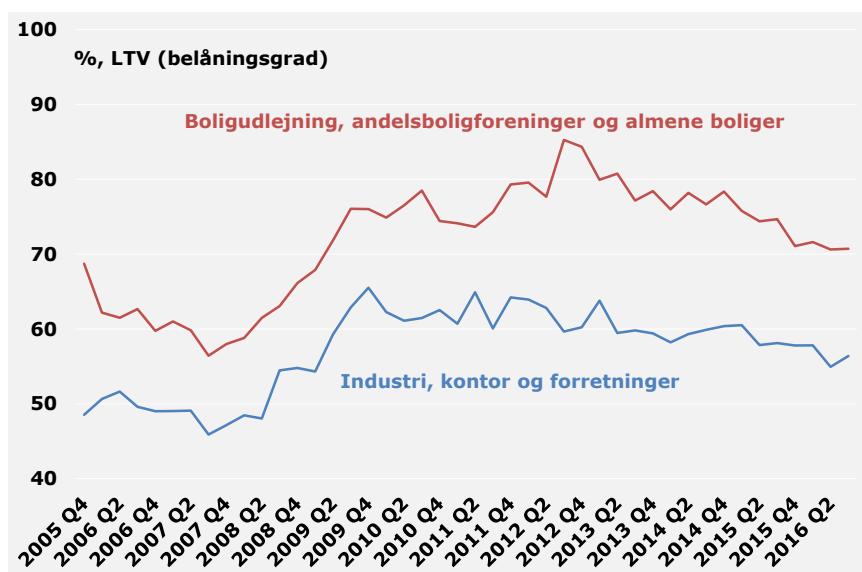
Figur 1: Priserne på erhvervsejendomme i hovedstadsområdet i stor stigning over de senere år



Kilde: Sadolin og Albæk og egne beregninger

Fremgangen i ejendomspriserne spores også i vores egne tal for belåningsgraderne på erhvervsejendomsmarkedet, jf. figur 2. De har været faldende over de senere år, og den gennemsnitlige belåningsgrad på boligudlejningsejendomme, andelsboligforeninger samt almene boliger er i øjeblikket på omtrent 70 % på landsplan mod en top på cirka 85 % tilbage i 2012. Ser vi på industri, kontor og forretninger er belåningsgraden tæt på 55 % mod en top på godt 65 % tilbage i slutningen af 2009. Det er klart, at der er tale om gennemsnitlige belåningsgrader, og underliggende vil der være store forskelle fra ejendom til ejendom, hvor nogle kan have en væsentligt højere belåningsgrad, mens andre har en meget lav belåningsgrad. Det ændrer dog ikke ved, at de stigende ejendomspriser over de senere år ikke er gået hånd i hånd med en stigende belåning. Friværdierne har med andre ord været stigende på erhvervsejendomsmarkedet.

Figur 2: Faldende belåningsgrader på erhvervsejendomsmarkedet – og dermed stigende friværdier



Kilde: Realkredit Danmark på egne udlånsdata

Flere forklaringer på fremgangen på erhvervsejendomsmarkedet

Der er flere faktorer bag de seneste års fremgang på erhvervsejendomsmarkedet. For det første er det blevet bedre tider rent økonomisk. Det smitter positivt af på efterspørgslen efter erhvervsejendomme. For det andet har vi over de senere år oplevet en stor interesse fra udenlandske investorer, som især har haft fokus på København. Den store udenlandske interesse for danske erhvervsejendomme skal blandt andet henføres til dansk økonomis status som sikker havn i et til tider usikkert finansielt miljø samt et attraktivt dansk realkreditsystem med billige finansieringsmuligheder i en international kontekst.

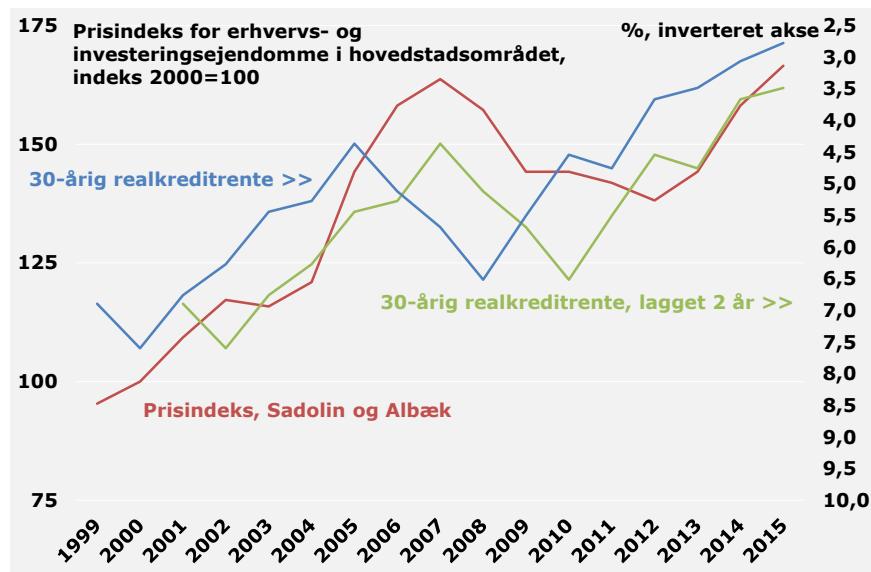
Endeligt er der ingen tvivl om, at de særdeles lave renter har været med til at understøtte markedet. Renteeffekten kører via to kanaler. For det første er der den direkte effekt af, at det er billigere at finansiere investeringer i ejendomme. For det andet betyder de lave renter, at afkastet på alternative investeringsmuligheder fremstår knapt så attraktivt. At sætte pengene i obligationer giver et lavt direkte afkast og risiko for fremtidige kurstab, hvis renterne stiger. Og samtidig har de lave renter og stor likviditet på de finansielle markeder sendt aktiekurserne i vejret og med risiko for betydelige udsving i fremtiden. I jagten på afkast har erhvervsejendomme dermed fået ekstra interesse fra investorernes side af, da det i hvert fald på papiret tilbyder et højere forventet afkast end obligationer og mindre forventet risiko sammenlignet med aktiemarkedet.

En ofte hørt anekdote på erhvervsjendomsmarkedet er, at renteudsving ikke tillægges så stor betydning som på ejerboligmarkedet generelt. På sidstnævnte marked har økonomiske modeller fastslået, at renteudsving isoleret set har stor effekt for prisudviklingen. Alt andet lige beregninger indikerer således, at en rentestigning på 1 %-point kan skære 8-10 % af huspriserne. Disse modeller findes ikke for erhvervsjendomsmarkedet, da heterogeniteten af markedet og et lavt antal løbende transaktioner sætter sine naturlige begrænsninger.

Analysen af renteeffekter på erhvervsjendomsmarkedet begrænser sig derfor ofte til at se nærmere på renteudsving og prisudvikling eller afkastkrav på ejendomsmarkedet.

Som figur 3 og 4 illustrerer, er der ikke nogen direkte en-til-en effekt mellem ændringer i renten og udsving i hverken afkastkrav eller priser. Der er perioder, hvor priserne stiger/afkastkravet falder, mens renten stiger og vice versa. Det er dog ikke noget bevis i sig selv. Ser man nærmere på figurerne kan man også se, at der synes at være en forsinket effekt af ændringer i renten på priserne/afkastkravet, og det afspejler i sig selv, at renteændringer typisk påvirker økonomien og ejendomsmarkedet med en vis forsinkelse.

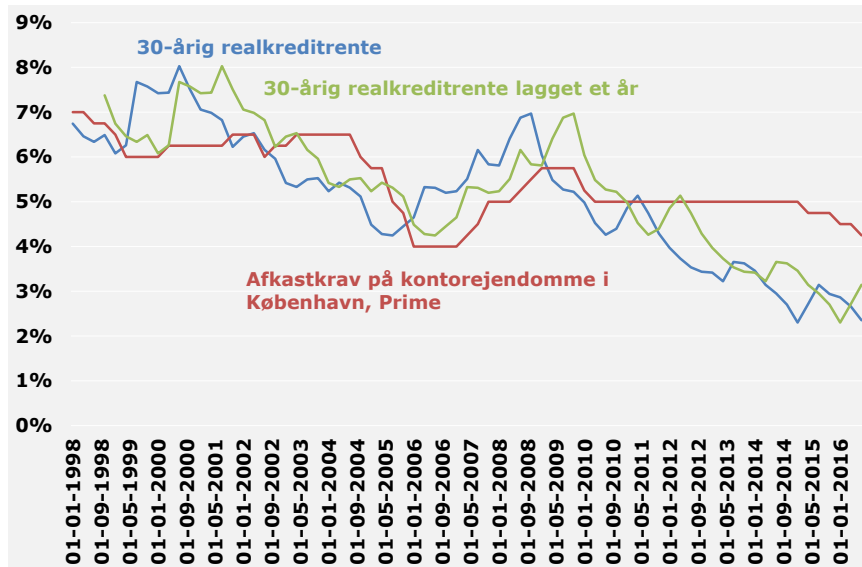
Figur 3: *Udviklingen i renten og udviklingen i ejendomspriserne*



Kilde: Sadolin og Albæk, Realkreditrådet og egne beregninger

Ligeledes er det værd at huske på, at alt andet ikke er lige, når renten ændrer sig. Det er klart, at der er andre faktorer i spil, som for en periode kan neutralisere eller endda overtrumfe eksempelvis en stigende rente. Det kan være en mere positiv udvikling i økonomien, en stigende optimisme blandt ejendomsinvestorerne, masser af likviditet i den finansielle system og en mere lempelig kreditgivning. Helt det samme ser vi jo netop også på ejerboligmarkedet, hvor boligpriserne steg i 2006/2007 trods stigende renter i årene inden samt prisfald i perioden frem mod 2012 trods generelt faldende renter.

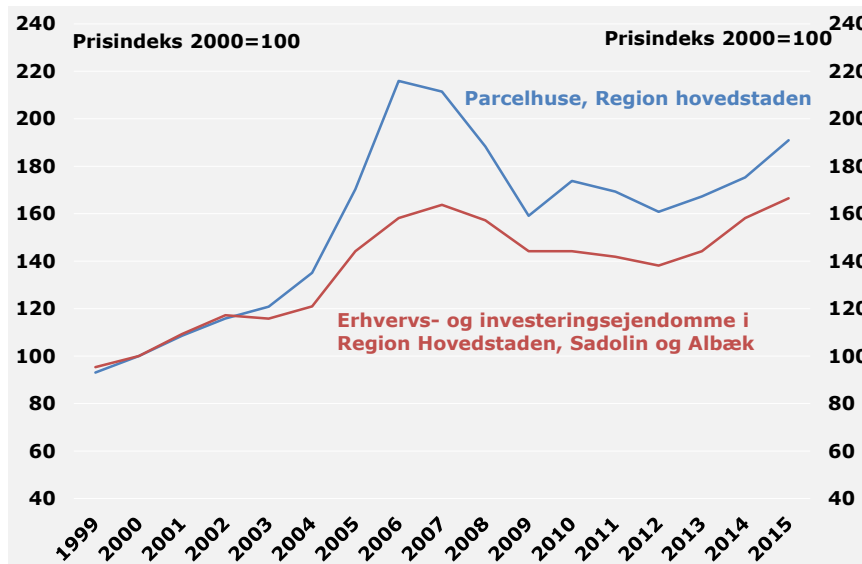
Figur 4: Afkastkrav og renteutvikling



Kilde: RED Property Advisors, Realkreditrådet og egne beregninger

I det hele taget har udviklingen på erhvervsjendomsmarkedet og boligmarkedet i eksempelvis hovedstadsområdet været nogenlunde ensartet over en længere årrække – dog med lidt større prisudsving på boligmarkedet, jf. figur 5.

Figur 5: Samme overordnede bevægelse på ejendomspriser og boligpriser i hovedstadsområdet



Kilde: Sadolin og Albæk, Realkreditrådet og egne beregninger

Hvor det er svært mere præcist at kvantificere priseffekten af renteændringer på erhvervsjendomsmarkedet, synes der ikke at være tvivl om, at renteændringer vil påvirke prisudviklingen – og effekten vil være afhængig af i hvilket finansielt og økonomisk miljø, renten ændrer sig i. De lave renter har bidraget til at presse ejendomspriserne op og drevet afkastkravet ned, og det betyder også, at markedet vil være sårbart ved eventuelle rentestigninger i fremtiden.

Lave renter en rum tid endnu – men rentepilen synes trods alt at pøge op

Den amerikanske centralbank forhøjede i december renten for anden gang siden den finansielle krise for alvor ramte den globale økonomi tilbage i 2008. En forventning om et fortsat moderat økonomisk opsving og et stramt arbejdsmarked vil efter alt at dømmes betyde, at den amerikanske centralbank fortsat vil være i arbejdstøjet i 2017 og forhøje renten yderligere – formentlig allerede her på rentemødet i marts. Renteprognerer er som bekendt mere end usikre, men effekten af amerikanske renteforhøjelser og en forventning om et fortsat opsving i både Europa og USA bevirker, at vi venter at se den 30-årige realkreditrente kravle lidt i vejret over det næste års tid. Uden man skal tage vores renteprogner bogstaveligt, så indikerer den, at den 30-årige realkreditrente vil stige med i omegnen af 0,3-0,5 %-point over de kommende 12 måneder.

Der synes næppe grund til at frygte større rentestigninger lige rundt om hjørnet. Det skyldes, at den europæiske centralbank vil fastholde en meget lempelig pengepolitik ind gennem 2017, og første renteforhøjelse ventes tidligst i 2018/2019. De korte realkreditrenter holdes altså i stram snor af den europæiske centralbank, mens der trods alt lægges et låg over de potentielle rentestigninger, når vi snakker de lange renter.

Ser vi ud over det kommende år eller to, er der dog ingen tvivl om, at usikkerheden om den fremtidige rentesti er stigende. Hvad sker der med renterne herhjemme, når og hvis den europæiske centralbank for alvor begynder at neddrole deres obligationsopkøbsprogram og tiden for første renteforhøjelse nærmer sig? Endvidere har det amerikanske præsidentvalg og valget af Donald Trump øget usikkerheden om den fremtidige renteutvikling. Hans udmeldinger om større skattelettelser og øgede investeringer i infrastruktur vil – hvis det altså gennemføres – øge den amerikanske vækst på den korte bane, og det på et tidspunkt, hvor arbejdsmarkedet strammer til. Det kan få den amerikanske centralbank til at gå endnu mere aggressivt til værks i pengepolitikken, hvis løn- og inflationspresset for alvor tager til.

Ejendomsinvestorerne bør overveje om de har sikret deres friværdi tilstrækkeligt

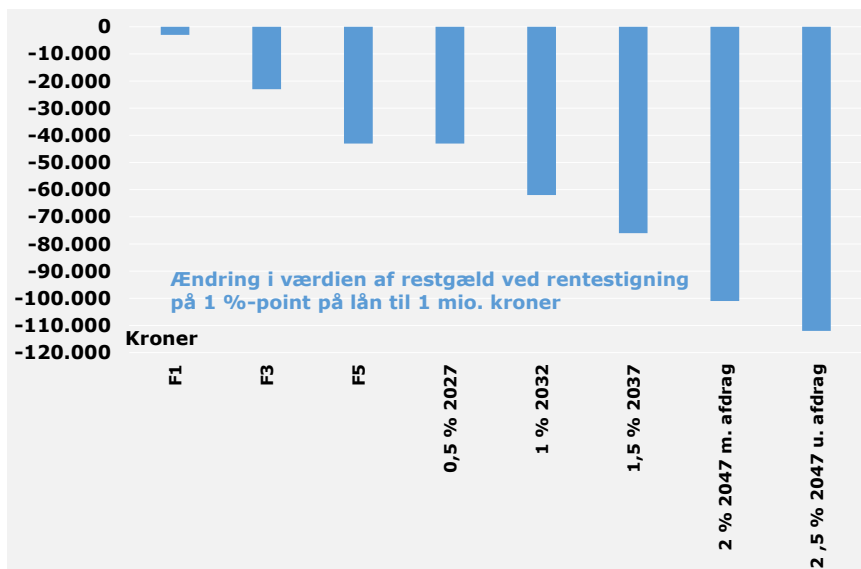
Som investor er det altid god latin at sikre sig, at man har spredt sin risiko. Selv om ingen kan sige noget med sikkerhed om, hvornår og hvor meget renten stiger, er der ingen tvivl om, at man som ejendomsinvestor sidder inde med en vis portion renterisiko – specielt hvis man ikke har nogen varighed i sin låneportefølje – altså at værdien af ens lån vil svinge i takt med renteutviklingen. Sidder man således kun med variabelt forrentede lån i sine ejendomme, kan man blive ramt dobbelt af stigende renter i form af både dyrere lån og et potentielt formuesmæk, hvis rentestigningerne ender med at trykke ejendomspriserne ned.

For at få en forsikring af sin friværdi mod potentielt stigende renter i fremtiden kan man binde sin rente for en længere periode. Jo længere tid man binder sin rente, desto mere forsikring har man. Hvis man for alvor har fokus på at sikre friværdien mod fremtidige rentestigninger, giver det derfor mest mening at binde sin rente for 30 år – og i øvrigt vælge et afdragsfrit lån, da varigheden er størst på denne obligation. Dette gælder i øvrigt også, hvis ens investeringshorisont ”kun” er på mellemlang sigt, da argumentet ikke går på at mindske sin likviditetsrisiko ved at afstemme sin rentebinding med sin investeringshorisont. Er ens investeringshorisont eksempelvis på 3-7 år, er der en risiko for, at renten i perioden kan være steget og have presset ejendomspriserne ned.

I nedenstående figur 6 er vist nogle beregningseksempler på, hvor meget værdien af gælden reduceres med, hvis renten fra den ene dag til den anden generelt forskydes op med 1 %-point. Her

ses det, at værdien af restgælden dykker med godt 110.000 kroner pr. lånte mio. kroner, hvis man har et afdragsfrit 30-årigt 2,5 %-lån. Det svarer til en reduktion af værdien af gælden på cirka 11 %. Ser man alternativt på et 20-årigt 1,5 %-lån vil en rentestigning på 1 %-point alt andet lige reducere værdien af gælden med 76.000 kroner pr. lånte mio. kroner, mens værdien kun reduceres med godt 40.000 kroner på det 10-årige fastforrentede lån.

Figur 6: God beskyttelse af friværdien mod rentestigninger i et 30-årigt fastforrentet lån



Kilde: Realkredit Danmark

Ud over traditionelle fastforrentede lån kan man også søge friværdibeskyttelse via derivater. Her kan det ofte være billigere at binde sin rente for en længere periode, da man opgiver sin ret til altid at indfri sit lån til kurs 100. Ligeledes er kursfølsomheden også typisk større på et swap-lån. Har man eksempelvis en 20-årig stående renteswap mod 6-måneders cibor-rente, vil værdien af restgælden alt andet lige blive reduceret med i omegnen af 15 %-point for en generel rentestigning på 1 %-point. Og er der tale om en 30-årig stående swap stiger kursfølsomheden yderligere, og restgælden vil alt andet lige blive reduceret med godt 20 %-point ved en generel rentestigning på 1 %-point. Den højere kursfølsomhed på det 30-årige stående swap-lån sammenlignet med det 30-årige fastforrentede afdragsfrie obligationslån skal blandt andet tilskrives, at der helt automatisk kommer afvikling på obligationslånet efter udløb af 10 års afdragsfrihed.

Optag af swap-lån kan dog med vores øjne kun være en relevant overvejelse, såfremt man er en stor ejendomsinvestor med stor finansiell indsigt og forståelse for den indbyggede risiko i et swap-lån. Den store kursfølsomhed på et swap-lån i kombination med manglende mulighed for indfrielse til kurs 100 kan således blive en dyr affære, hvis man gerne vil ud af sit lån før tid, og renten er faldet siden indgåelse af swap-lånet.

I beregningerne indikeres det også, at der egentlig er en pæn kursfølsomhed på F5-lån, der svarer til omtrent det ti-årige fastforrentede lån. Imidlertid er det værd at huske på, at nøjes man eksempelvis med ”kun” at binde sin rente for en 3-årig eller 5-årig periode, vil værdien af forsikringen automatisk gå mod nul, når man nærmer sig udløbet af rentebindingsperioden. Der er

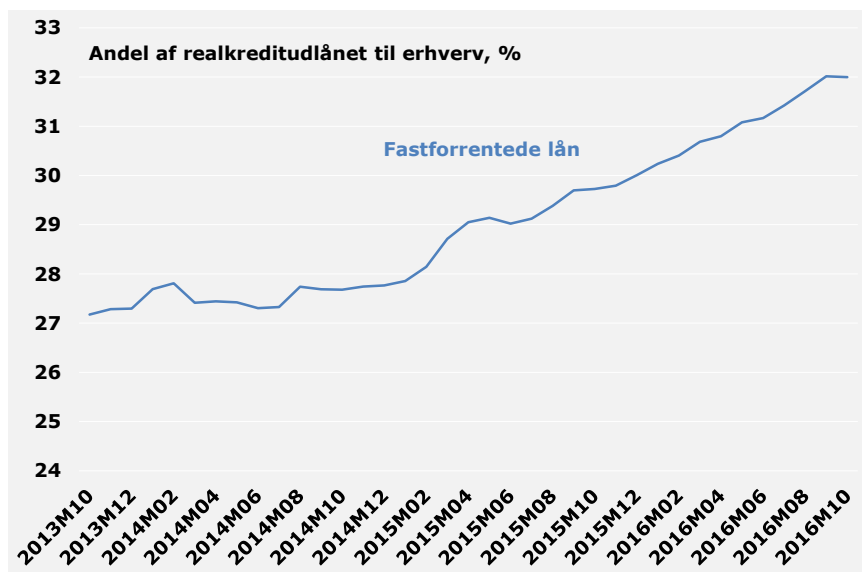
med andre ord ikke den store friværdisbeskyttelse i FlexLån® eller renteswaps med løbetid op mod tre til fem år.

Kursfølsomhederne i figur 6 er i sagens natur beregnede kursfølsomheder, og der er ingen garanti for, at det også vil matche den præcise kursudvikling, hvis renten generelt stiger med 1 %-point. Endvidere skal man huske på, at man ikke bare kan gange kursfølsomhederne op med den givne ændring i renten. Det skal forstås som om, at hvis renten eksempelvis stiger med 3 %-point svarer effekten ikke til en faktor 3 af ovenstående. Kursfølsomheden vil således være aftagende ved større rentestigninger. Ikke desto mindre giver beregningerne en god indikation på, hvor stor en friværdisbeskyttelse man får ved stigende renter på de enkelte produkter.

Mere varighed i lånebogen – men mange har stadig ikke meget varighed i deres låneportefølje

Ser vi på de seneste lånetendenser på erhvervsejendomsmarkedet går tendensen i øjeblikket mod lidt mere fast rente. Nationalbankens tal viser, at 32 % af det udestående realkreditlån til erhvervslivet er med fast rente. Der er tale om en ganske pæn stigning siden starten af 2015, hvor blandt andet det fastforrentede 30-årige 2 %-lån kom på markedet i en attraktiv kurs. På daværende tidspunkt var andelen nede i omegnen af små 28 %.

Figur 7: Erhvervsejendomme finansieres i lidt højere grad via fastforrentede lån



Kilde: Nationalbanken og egne beregninger

Dykker vi ned i vores egne lånedata, kan vi se, at erhvervslivet også i vid udstrækning gør brug af såkaldte floater-lån, hvor renten typisk bliver justeret hvert halve år. Disse lån udgør omtrent 1/3 af vores udlånsportefølje til erhvervslivet. Floater-lån i sig selv har ikke nogen varighed indbygget og dermed heller ikke nogen indbygget friværdisbeskyttelse ved rentestigninger, men nogle af låntagerne kan have kombineret deres floater-lån med en swap ovenpå. Disse data har vi dog ikke til rådighed. Ellers er omtrent hver fjerde udlånskroner i F3-lån eller F5-lån.

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.