



Februar 2020

Kunsten at finde merafkast i et lavinflationsmiljø

Velkommen til det "nye regime" hvor inflation udebliver, og renten forbliver historisk lav. Her er modeord som e-handel, deleøkonomi og skiftende demografi med til at undergrave den naturlige prisudvikling, som historisk har drevet værdistigninger og afkast på ejendomme. I denne virkelighed gør man klogt i at revurdere ens forventninger til det naturlige renteniveau, hvilke ejendomssegmenter som vil give størst afkast, samt det langsigtede afkast som ejendomme kan levere.

Af: Simon Kristiansen, Chefanalytiker

Det hele starter med inflationen

En positiv udvikling i prisen for de goder og services vi handler, også kaldet inflation, er en naturlig og nødvendig del af økonomien. For et investeringsaktiv som kommercielle ejendomme spiller inflation en afgørende rolle, idet den er med til at generere værdistigninger, og bidrager til det samlede afkast.

Centralbankerne i den vestlige verden har længe kløet sig i hovedet, fordi inflationen, trods et aldrende økonomisk opsving, er udeblevet. Der er tegn på, at den lave inflation ikke er et midlertidigt fænomen, men at en strukturel og vedvarende ændring har fundet sted i den vestlige verden. For centralbankerne der regulerer den økonomiske udvikling, kan en strukturel lavere inflation have store implikationer.

Phillipskurven er gået i stykker

Centralbankerne står over for et kompromis mellem at holde arbejdsløsheden lav eller inflationen lav. Problemet er, at dette forhold, kaldet phillipskurven og gennemgået i flere detaljer på næste side, er brudt sammen

Den lineære sammenhæng mellem inflation og arbejdsløshed er blevet fladere og fladere over de sidste 45 år, jævnfør figur 1. Arbejdsløsheden skal være meget lavere

end tidligere, for at inflationen forekommer. Og lavere arbejdsløshed opnås blandt andet ved, at holde den pengepolitiske rente lav. Det betyder lavere markedsrente, og lavere afkastkrav på rentebærende aktiver såsom obligationer samt kommercielle ejendomme.

Analysen kort fortalt

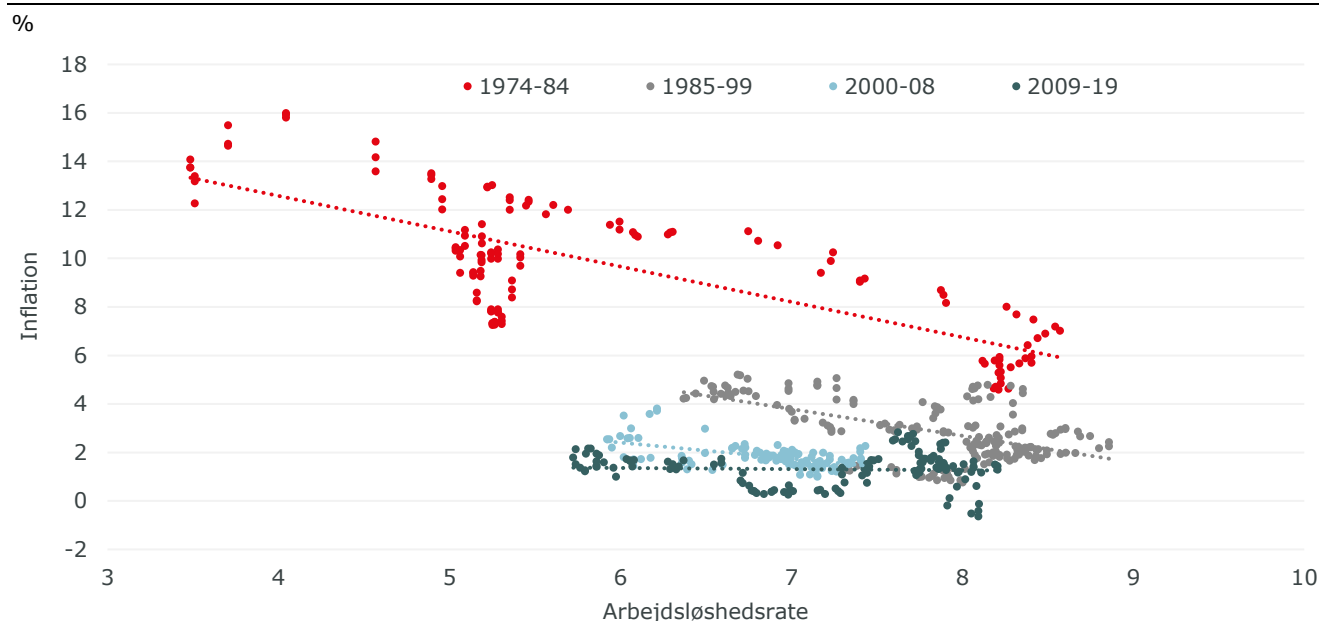
I denne analyse ser vi nærmere på sammenhængen mellem inflation og kommercielle ejendomme.

Vi planlægger vores investeringer med hensyntagen til hvordan e-handel, demografien, den teknologiske udvikling og andre megatrends påvirker det kommercielle ejendomsmarked. I mindre grad er vi opmærksomme på, hvordan selvsamme trends transformerer det makroøkonomiske miljø, som vi bevæger os i.

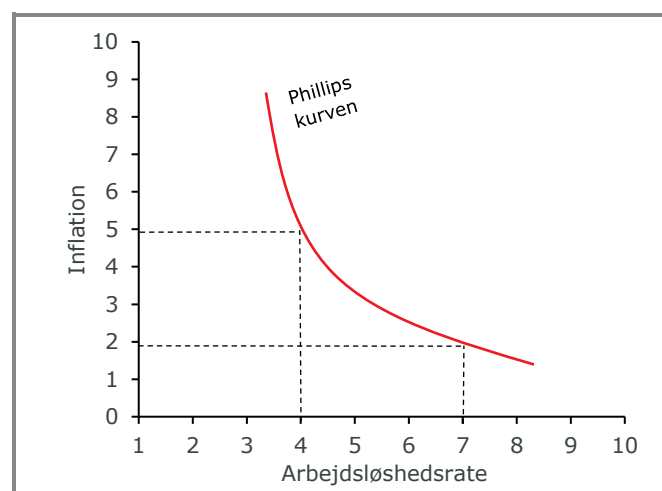
Analysen argumenterer for, at visse megatrends er med til at bidrage til strukturel lavere inflation, hvilket afstedkommer lavere renter og lavere realafkast på kommercielle ejendomme.

For at generere det samme afkast som tidligere, er man i stigende grad nødsaget til at finde kortvarige ubalancer mellem udbud og efterspørgsel, som kan drive prisstigninger. Eksempelvis kan urbaniseringen i Vesten være med til at skabe øget interesse for centralt beliggende boligudlejningsejendomme.

Figur 1: Phillips kurven over de sidste 45 år for G7 lande



Kilde: Macrobond, Realkredit Danmarks egne beregninger



Phillips kurven kort fortalt

Centralbanken arbejder ud fra en tese om, at der på kort sigt eksisterer et trade off mellem at holde inflationen nede, og holde arbejdsløsheden nede.

Oplever centralbanken eksempelvis et inflationsniveau som overstiger deres målsætning, vil de reagere ved at hæve renten. Det får folk til at spare mere op og forbruge mindre, da førstnævnte bedre kan betale sig ved højere rente. Fordi vi nu forbruger mindre har fabrikker og butikker ikke det samme behov for arbejdskraft, da der bliver købt færre af deres produkter og service. Dette leder til flere fritstillinger og højere arbejdsløshed. Man begrænser den hastighed priserne vokser med (inflationen) ↓, men på bekostning af arbejdsløsheden ↑.

Dette forhold kaldes phillipskurven, og er afbildet i en teoretisk version ovenfor. Til trods for kontrovers over anvendeligheden, er den stadig den primære ramme som centralbankerne bruger til at forstå og forudsige inflationen.¹

Hvem har ødelagt phillipskurven?

Bagmændene er med alt sandsynlighed de samme megatrends, som har været med til at tegne udviklingen i kommercielle ejendomme over det sidste årti. Disse inkluderer: e-handel, deleøkonomien, teknologisk udvikling, fleksible arbejdsforhold, svækkede fagforeninger og demografiske ændringer. Vi vil i denne analyse behandle disse emner i rækkefølge, og prøve at belyse hvordan de skaber et mismatch mellem udbud og efterspørgsel, som leder til lavere priser og dermed strukturel lavere inflation.



Priskrigen er rykket online

De forvridende effekter af e-handel på kommercielle ejendomme kendes kun alt for godt, se eksempelvis [vores seneste detail analyse](#). Introduktionen af virksomheder som Amazon har for evigt ændret retailsandskabet og ikke mindst prisen på fysiske goder, jf. figur 2.

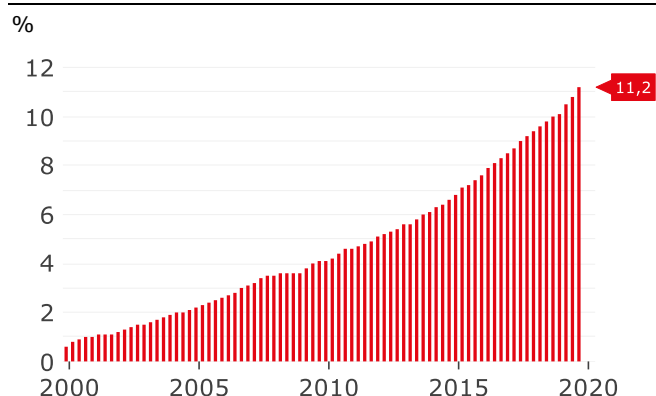
Tag for eksempel boghandlen der uden den store konkurrence servicerer lokalområdet. Inden internettet var kunders eneste mulighed for at sammenligne priser, at ringe

rundt eller besøge andre boghandlere i regionen. Hver boghandel kunne derfor sætte sine egne priser, uden den store risiko for at blive underbudt af konkurrenter. Med internettet og e-handelens indtræden er konkurrencen rykket online. Den lokale boghandel konkurrerer nu på lige fod med globale kæder, og konkurrerer blandt andet på prisen. Det har ført til lavere priser og dermed lavere inflation.

Tendensen begrænser sig ikke kun til simple goder som eksempelvis bøger. Tror man på fremtidsforskerne, er det kun et spørgsmål om tid, før end at vi køber vores huse og biler online.ⁱⁱ

Som med så meget andet ses tendensen først på den anden side af Atlanten. Her kan man inden for 24 timer sælge sin bolig via online servicen Opendoor, og det uden at der står en køber klar i den anden ende. Eller hvad med at købe en ny bil over nettet og få den leveret til døren. Løsninger som disse er besparende, da de fjerner mellemmanden; i dette tilfælde ejendomsmægler og bilforhandler. Uden et dyrt mæglersalær eller bilforhandlerens avance kan priserne reduceres, og det leder til lavere inflation.

Figur 2: Onlinehandelens andel af detail handel, USA



Kilde: US Census Bureau



Ufaglærtes lønninger under pres fra deleøkonomien

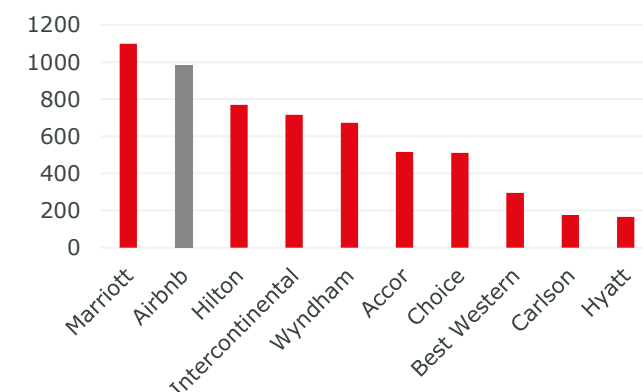
I vestlige økonomier som Danmarks er det i mindre grad produktionen af fysiske goder som bøger og boremaskiner, der holder det økonomiske maskineri i gang. Det er serviceindustrien, som står for størstedelen af økonomien. Men også her er der tegn på faldende priser.

Virksomheder som Uber og Lyft har vundet markedsandele fra traditionelle taxaselskaber, fordi de tilbyder den samme service, bare billigere og nemmere. Inden for hotelindustrien er Airbnb blevet et velkendt navn, jf. figur 3, øjensynligt fordi det i gennemsnit er billigere end traditionelle hoteller for den samme kvalitet.ⁱⁱⁱ

Det er dårlige nyheder for taxachaufføren eller hotel conciergeen, hvis aflønning er afhængig af fortsat efterspørgsel efter deres service. Lavere efterspørgsel betyder, alt andet lige, lavere lønninger og lavere inflation.

Figur 3: Hotelkæder målt på antal værelser af "hotel kvalitet"

Antal tusinde værelser



Note: Baseret på syv amerikanske og seks globale markeder. Deleværelser og enkeltværelser er ekskluderet fra Airbnb antallet.
Kilde: STR, AirBnB



Vi vil i stigende grad overlade vores job til robotter

Risikoen for lavere inflationspres gennem lavere lønninger og overflødig arbejdskraft er ikke begrænset til taxachaufføren og hotelpersonalet. Højtuddannet arbejdskraft, som vi troede var beskyttet af dets kompleksitet, er i mindst lige så stor risiko, om end fra anden side.

Modeord som maskinlæring og kunstig intelligens har vundet indpas som substitut for dyr arbejdskraft. Attraktionen er, at en potentiel hær af advokater med tilhørende firmabil og dyre hjørnekontorer kan erstattes af en computer i et mørkt kælderlokale.

For at se hvordan bliver vi ved advokaterne. DoNotPay er en robotadvokat, som tillader private personer at anke parkeringsbøder, sagsøge konglomerater for overtrædelse af deres kontraktvilkår, og anlægge sag mod andre privatpersoner i mindre erstatningssager, alt sammen tilgængeligt gratis via en app.

Den teknologiske udvikling har også affødt et skifte inden for finansindustrien. En stor del af en analytikers rolle består i, at fortolke information som fx økonomiske nøgletal og oversætte dem til en detaljeret analyse. Globale finansielle organisationer som J.P. Morgan Chase, Morgan Stanley og Citi Group har erstattet dele af deres analytikerkorps med kunstig intelligens. Den kan på få minutter producere analyserapporter, som tager traditionelle analytikere timer at udarbejde.

Ikke overraskende er den gennemsnitlige lønmodtager opmærksom på computernes fremgang, jf. figur 4. To tredjedele af adspurgte amerikanere i en 2015 undersøgelse var enig i, at robotter om 50 år vil udføre størstedelen af det arbejde, som mennesker bliver betalt for i dag. Men kun en tiendedel troede at automatisering ville ramme deres profession.

Pointen er, at automatisering allerede er til stede, og de programmer og den teknologi som i øjeblikket bliver udviklet, er i stigende grad rettet mod uddannet arbejdskraft og specialister. Konsekvensen er et overudbud af faglært arbejdskraft på sigt samt lavere lønninger og inflation.

Figur 4: Frygten for kunstig intelligens er til stede

% af adspurgte der tror, at inden for de næste 50 år vil robotter og computere varetage det arbejde, som nu bliver varetaget af mennesker



% af adspurgte der tror, at deres job vil eksistere om 50 år



Kilde: PEW Research Centre 2015 rundspørge



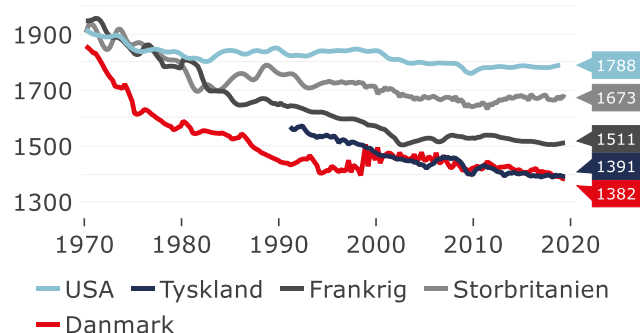
Fleksible og alternative arbejdsformer vinder frem

I fordoms tid, dengang Phillipskurven stadig virkede, så arbejdsmarkedet meget anderledes ud. Folk optjente anciennitet og dedikerede deres arbejdsliv til én eller få koncerner.

I dag er beskæftigelse mere nuanceret. Antallet af danske lønmodtagere som ønsker at arbejde mindre, har været støt stigende, mens den gennemsnitlige arbejdstime per dag har været støt faldende. I 1970 arbejdede den gennemsnitlige dansker 1.845 timer om året. Det tal er nu faldet til 1.392 timer ifølge OECD, et fald på næsten 25 procent jf. figur 5. En nedgang fra 35 til 27 arbejdstimer om ugen kan være tegn på, at vi vægter fritiden højere. Muligheden for at kunne arbejde mere hjemmefra, eller hente børnene tidligere fra institution, betaler vi for ved at "fravælge" lønstigninger og frynsegoder som ellers ville bidrage til inflationsudviklingen.

Figur 5: Vi arbejder mindre og nyder mere frihed

Antal arbejdstimer per lønmodtager over 12 måneder

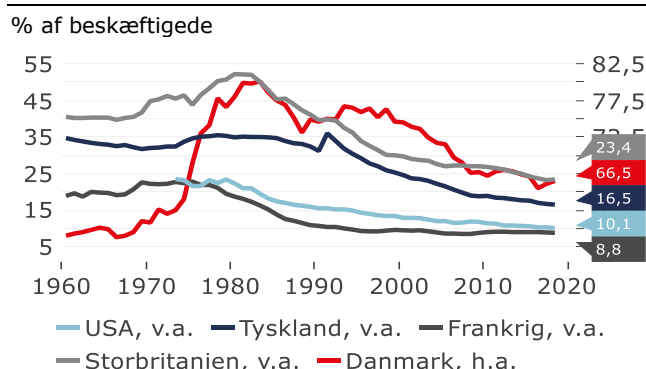


Kilde: OECD

Et andet tegn på at arbejdsmarkedet er i ændring kan findes i fagforeningernes medlemsantal. Det har været faldende siden starten af 80'erne. På sit højdepunkt i 1981 var 80 procent af alle danske ansatte medlem af en fagforening mod kun 66,5 procent i 2018, jf. figur 6.

En lavere tilslutning udhuler fagforeningernes forhandlingskraft, og gør det sværere for dem at forhandle lønstigninger igennem på vegne af deres medlemmer.

Figur 6: Fagforeningerne har lækket medlemmer



Kilde: OECD



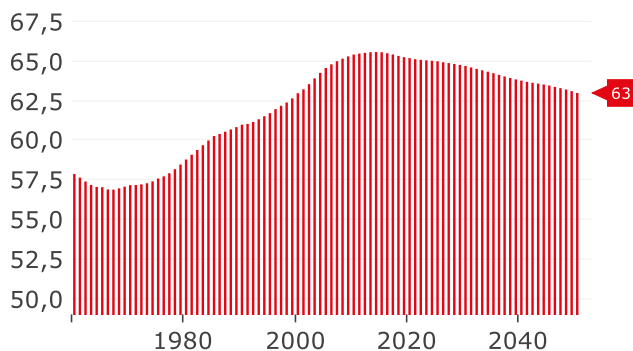
Demografien hjælper ikke

Ét modargument som kan rejses overfor lønmodtagernes aftagende mulighed for at se lønstigninger, relaterer sig til demografien. Andelen af ældre er som bekendt voksende, fordi befolkningstilvæksten har været faldende, og de store efterkrigstidsgenerationer ældes, og går på pension. I takt med at andelen af befolkningen på arbejdsmarkedet falder, vil der opstå et underudbud af arbejdskraft, som potentielt kan sætte skub i lønstigningerne og dermed inflationen.

Figur 7 nedenfor viser denne pointe. Siden 1970'erne har andelen af verdens befolkning i den arbejdsdygtig alder (15-64) været stigende. Denne andel peakede i 2014, og har herefter været svagt aftagende.

Figur 7: Andelen af 15-64 årige er faldende

15-64 årige som % af samlet global befolkning



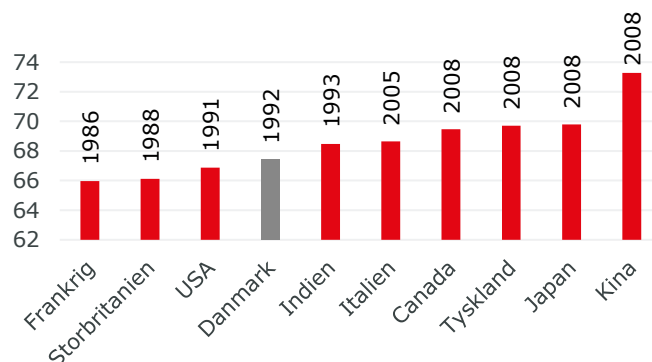
Kilde: Verdensbanken

Bevisbyrden er ikke overvældende. Figur 8 viser, hvilket årstal udvalgte lande havde deres peak i arbejdsstyrken. Hvis lavere arbejdsstyrke og større forsørgerbyrde leder til stigende lønpres og inflation, så burde vi måske have set effekten i lande som Tyskland, Frankrig og Japan, der for længe siden havde deres toppunkt.

Forklaringen ligger måske i, at færre folk i arbejde, på længere sigt, betyder mindre forbrug. Når den arbejdsdygtige andel falder falder forbruget også på længere sigt, da der er færre folk til at forbrug via deres lønindkomst. Det betyder på sigt en naturlig nedgang i efterspørgslen efter arbejdskraft.

Figur 8: Længe siden toppunktet blev nået i Vesten

Andelen og årstallet hvor 15-64 årige udgjorde den største andel af befolkningen



Kilde: Macrobond

De umiddelbare konsekvenser

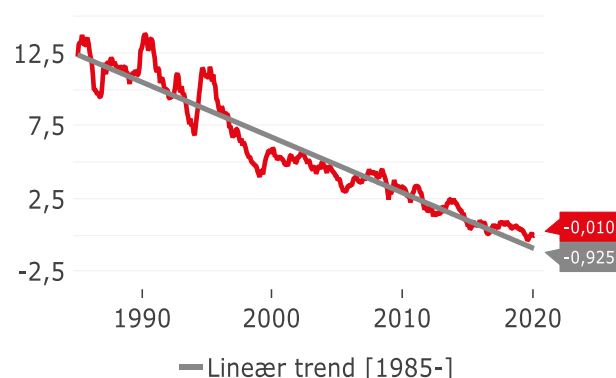
Hvis inflationen vil være lavere længere, så vil det samme være tilfældet for både den pengepolitiske rente og markedsrenten. Det betyder, at forventningerne til det fremtidige renteniveau, og den diskonteringsfaktor man bruger til investeringskalkulen for kommercielle ejendomme, med alt sandsynlighed skal nedjusteres.

Anskaffelsessværdier som før i tiden virkede urealistisk høje, vil med et lavere renteniveau virke mere fair prisfastsat. Gulvet for afkastkravet følger med andre ord med ned.

Alternative investeringsaktiver til kommercielle ejendomme tilbyder os et glimt ind i fremtiden. Afkastkravet for lange svenske statsobligationer, som dem i figur 9 nedenfor, har været kendetegnet ved en klar nedadrettet trend siden centralbanken i start 90'erne begyndte at sætte renten efter et inflationsmål på 2 procent.

Figur 9: Renten på 10-årig svensk statsobligation

%



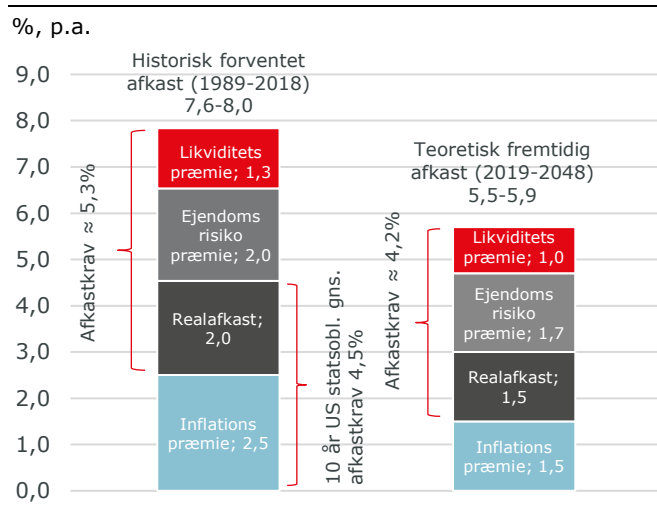
Kilde: Macrobond

En ejendomsinvestering er som bekendt mere risikofyldt end statsobligationer. Ejendomsinvestorer kræver et merafstak for at kompensere for blandt andet illikviditet. For at få den længst mulige tidsserie kan man hente inspiration i Nordamerikanske ejendomme. Havde man investeret i

amerikanske ejendomme for 30 år siden, har man med 90 procent sandsynlighed genereret et afkast på mellem 7,6-8,0 procent p.a., jf. figur 10.

Hvis inflationen i fremtiden vil være lavere betyder det, at det nominelle fremtidige afkast med alt sandsynlighed også vil være lavere. Et forsigtigt bud er, at inflationskomponenten vil falde 100 basispoint fra 2,5 til 1,5 i fremtiden. En 30-årig investering til 2048 vil generere mellem 5,5-5,9 procent i nominelt afkast.

Figur 10: Investeringsafkastet for amerikanske erhvervsejendomme, alle sektorer, 1989-2018



Note: Udregningerne antager uændret standard afvigelse i fremtiden
Kilde: Macrobond, NPI, Realkredit Danmarks egne beregninger

Lavere inflation kan betyde lavere real værditilvækst

De fleste investorer bekymrer sig om realafkastet. Skal man generere "alpha", eller merafkast, i forhold til konkurrerende forvaltere og aktivklasser, er det vigtigt at ens realafkast er højt.

Ser man bort fra aktivklassens konjunkturudsving, og kigger på, hvordan kommercielle ejendomme har klaret sig i perioder med forskellig inflation, viser forskning med udgangspunkt i engelsk data, at perioder med lav inflation har været korreleret med lavt real værditilvækst.^{iv}

Det historisk positive forhold mellem real kapitaltilvækst og inflation tyder på, at de trends som driver væksten i forbrugerpriser, også driver den reale værditilvækst blandt kommercielle ejendomme. Og som vi har udledt indtil nu, tyder flere ting på, at inflationen i fremtiden vil være historisk lav. Bidraget fra realafkastet i figur 10 kan eksempelvis falde fra 2,0 til 1,5 procent i fremtiden.

Likviditet- og risikopræmie også under pres

Der er tilmed risiko for at likviditets- og risikopræmien for ejendomme også falder i lavinflationsperioder. Vi har set det blandt andet på obligationsmarkedet hvor den lave rente og kapital på jagt efter afkast, har fået investorer til at gå på kompromis med både likviditets- og risikopræmiens størrelse.

Kunsten at finde prispres i et lavinflationsmiljø

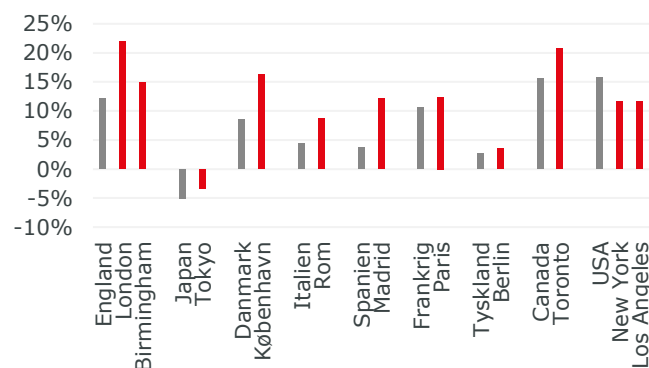
Køber man ind i tesen om lavere inflation, er der flere ting man skal overveje. Et lavere inflationspres betyder, at investorer ikke kan støtte sig til, at den traditionelle markedscyklus vil generere kapitalforøgelse. I stedet er man nødsaget til, at identificere lommer hvor uoverensstemmelser mellem udbud og efterspørgsels er stærke nok til at drive prisstigninger.

Urbanisering kan drive kapitalforøgelse

En strategi er at fokusere på beliggenheder, som på sigt vil opleve stigende misforhold mellem udbud og efterspørgsel. Figur 11 viser den voksende urbane befolkning i udvalgte lande og byer. Langt de fleste vestlige lande oplever en migration imod landets største byer – såkaldt urbanisering. Et stigende befolkningspres på et kortsigtet fast udbud vil drive lejepriserne op. Derfor kan udlejningsboliger være en attraktiv sektor, hvis man vil sikre sin portefølje mod lav inflation.

Figur 11: Urbaniseringen er et udbredt fænomen

Forventet årlig befolkningsvækst, 2019-2035, % p.a.



Kilde: FN fremskrivning

Fokus på nye formater

En alternativ rute uden om lavafkastmiljøet er et øget fokus på formater, som står til at opleve stigende naturligt prispres. En kandidat er studenterboliger, hvis attraktion blandt investorer allerede er velkendt.

I takt med at middelklassen vokser i lande som Kina og Indien, forventes antallet af ikke-europæiske studerende i Europa at stige. Kombiner det med et generelt stigende uddannelsesniveau blandt vestlige unge, stigende præference for at bo mindre men centralt, og et langsomt justerende udbud, er fundamentet lagt for en, på papiret, attraktiv sektor.

Overvej inflationsindekserede lejekontrakter

Kommercielle ejendomme nyder ofte godt af lejekontrakter, der er inflationsindekseret efter prisindekset. Over de sidste 30 år er forbrugerprisindekset i gennemsnit steget med 1,9 procent p.a. i Danmark.

Derfor er de kontraktuelle øvre og nedre grænser for lejekontrakter normalt omkring 2 og 4 procent p.a., respektivt. I en økonomi hvor inflationen i fremtiden kan være lavere, kan en kontraktuelt fastsat minimumsgrænse på 2 procent årlig lejestigning vise sig rigtig attraktiv.

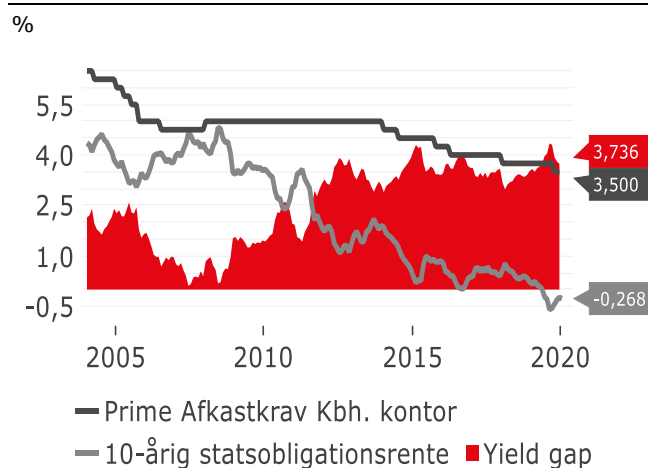
Nyd den stigende interesse for kommercielle ejendomme

Der er ikke noget, der er så skidt, at det ikke er godt for noget. Den lave inflation og lave rente har betydet at kommercielle ejendomme, på verdensplan og i Danmark, over det sidste årti har nydt godt af øget aktivitet.

Især institutionelle investorer har fået øjnene op for fordelene ved aktivklassen. Og selv om afkastkravene er faldet under vægten af den øgede kapitalallokering, forbliver spændet til den risikofrie rente historisk højt, fj. Figur 12.

Hvis vi har krydset tærsklen til en periode med strukturel lavere inflation og renter, kan implikationen være, at aktivklassen vil blive ved med at tiltrække stadig større interesse og kapital, og der er derfor potentiale for endnu lavere afkastkrav på tværs af sektorer.

Figur 12: Yield gap'et er historisk højt



Kilde: Colliers, Macrobond

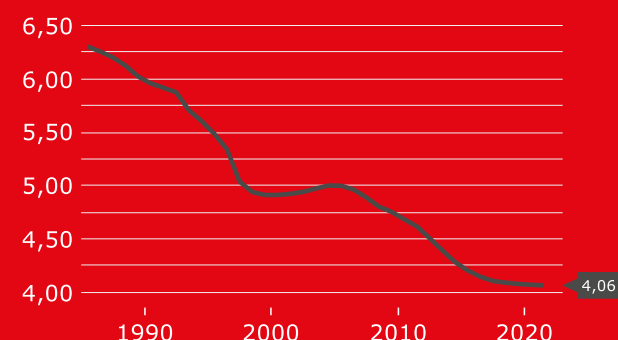
Den kontrære vinkel

Der er grund til at tro, at det arbejdsløshedsniveau som der skal til for at generere inflation, kaldet Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment eller NAIRU, er faldet over tid, jf. figur 13. Der skal med andre ord flere i arbejde før end at stigende lønninger presser inflationen opad.

Phillipskurven er derfor ikke gået i stykker, men bare midlertidigt sat ud af funktion indtil det nye NAIRU nås. Det er derfor blot et spørgsmål om tid før inflationen vender tilbage.

Figur 13: Faldende NAIRU i USA

Estimeret og fremskrevet NAIRU, %



Kilde: OECD

Frygten for robotter der overtager både faglærte og ufaglærte jobs er overdreven. Allerede nu bliver der i flere vestlige lande spekuleret i en skat på robotarbejdskraft^{iv}. Det både reducerer det økonomiske incitament, og provenuet kan bruges til at kompensere for tabt arbejdsfortjeneste.

I et pilotprojekt i Finland testede man fra 2017 til 2019 princippet om borgerløn – en månedlig betaling til alle borgere uanset økonomisk og social status, og uden krav om nogen form for aktivitet. Borgerløn kan være med til at understøtte det forbrug, som bidrager til stigende priser.

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. Publikationen indeholder 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

Redaktion
Chefanalytiker
Simon Kristiansen
Simk@rd.dk

Ansvarshavende
Cheføkonom
Christian Hilligsøe Heinig
chei@rd.dk

Udgiver
Realkredit Danmark
Lersø Parkallé 100
2100 København Ø
Risikostyring

i Janet Yellen (09-2017). "Speech by Yellen on inflation, uncertainty, and monetary policy". Board of Governors of the Federal Reserve System.
ii Allan Bauer (05-2016). "Danskerne klar til bilkøb på nettet". Motor Magasinet.

iii Priceonomics (06-2013). "Airbnb vs. Hotels: A Price Comparison"
iv Neil Blake Et al (04-2011). "Property and Inflation". IPF Research Program.
v Sung-won, Yoon (07-2018). "Korea takes first steps to introduce 'robot tax'". Korea Times.