

Februar 2023



Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomsmarkedet

Selvom opbremsning af aktiviteten i dansk økonomi og transaktionsvolumen fortsatte i 4. kvartal 2022, så er den underliggende trend fortsat positiv. Det afspejles også i det samlede signal for hvert af de tre segmenter – kontor, retail og bolig. Signalet for både kontor og retail var uændret i 4. kvartal, hvorimod signalet for boligudlejning endte et nøk op, men med mindst mulig margin. Der er dog nogle understrømme, der er værd at bemærke. På tværs af segmenterne steg det økonomiske signal – tomgang og husleje – til svagt positivt, hvorimod det finansielle signal – ejendomsværdi og afkast – faldt til neutral. Det viser, at det især er udfordringerne fra de stigende renter, som begynder at stramme og (endnu) ikke så meget de økonomiske konjunkturer.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 4. kvartal 2022

	Q4 - 2021	Q1 - 2022	Q2 - 2022	Q3 - 2022	Q4 - 2022
Kontor	svagt positiv	positiv	positiv	svagt positiv	svagt positiv
Retail	positiv	neutral	positiv	neutral	neutral
Bolig	svagt positiv	svagt positiv	neutral	svagt positiv	positiv

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

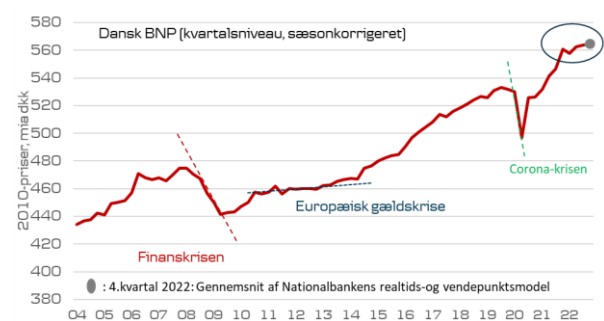
Afdæmpning af dansk økonomi og transaktionsvolumen fortsatte i 4. kvartal

Selvom dansk økonomi er ramt af en giftig cocktail bestående af stigende renter, høj inflation og stor usikkerhed, så har den økonomiske aktivitet indtil videre klaret sig væsentlig bedre end frygtet. I september 2022 forventede Nationalbanken en BNP-vækst på 2,0% for 2022. I skrivende stund – primo februar 2023 - ser BNP-væksten ud til at ende på 3,0% - altså et helt procentpoint højere end Nationalbanken forventede for blot fem måneder siden. Selvom det er gået bedre end forventet, så er den økonomiske aktivitet i gang med at bremse op og det karakteriserede også 4. kvartal, hvor Nationalbanken spår en kvartalsvis vækst på mellem

0-0,3%. Altså alt fra uændret aktivitet til en ganske svag fremgang, jf. figur 1.

Figur 1. Økonomisk aktivitet bremsede op i 2022

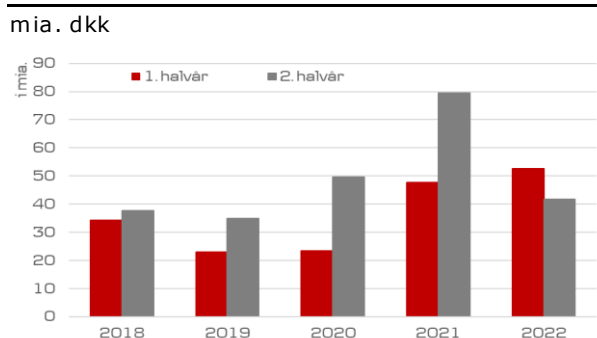
mia. dkk, 2010-priser



Kilde: Danmark Statistik samt egne beregninger

Det er samme tendenser man genfinder i data for transaktionsvolumen. Der blev handlet ejendomme for lidt over 20 mia. i 4. kvartal, altså på niveau med 3. kvartal. Dermed endte det samlede handelsvolumen på 95 mia., hvilket er det næstbedste år nogensinde og kun overgået af rekordåret i 2021. Det er dog værd at bemærk, at også i transaktionsmarkedet var der tegn på en opbremsning. I modsætning til årene fra 2018-2021, så blev der i 2022 handlet færre ejendomme i 2. halvår end i 1. halvår, jf. figur 2.

Figur 2. Transaktionsvolumen per halvår i mia.

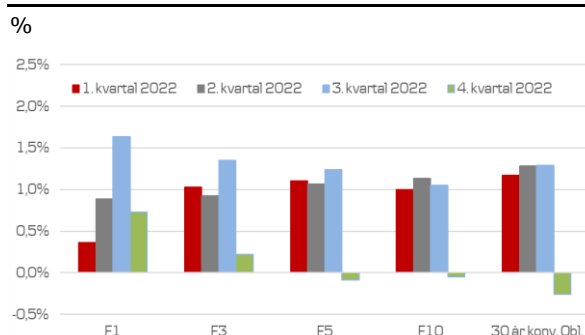


Kilde: RED C&W samt egne beregninger

Opbremsningen er også slået igennem på byggeanlægsbranchen, idet manglen på arbejdskraft og byggematerialer er kraftigt aftagende. Sammen med faldende energipriser – især el- og gaspriser – er der håb om, at årsstigningstakten for byggeomkostningerne allerede har toppet eller er tæt på. Det er der bestemt også behov for, idet byggeomkostningerne var 10% højere i 3. kvartal 2022 end samme periode i 2021, og det var den kraftigste prisstigning i 40 år.

Rentestigningerne bremsede også op i 4. kvartal, hvis vi altså lige ser bort fra renter på de helt korte flexlån med op til 3 års løbetid, jf. figur 3, som blev trukket op af den fortsatte stramning af pengepolitikken fra de vestlige centralbanker.

Figur 3. Renteændringer på kvartalsniveau.



Kilde: Danske analyse samt egne beregninger

For realkreditlån med længere løbetider var renten derimod marginalt lavere, og det hænger sammen med, at investorerne tror på, at inflationen har toppet,

og at det betyder, at den amerikanske centralbank kan lempe pengepolitikken allerede i 2023, og at den europæiske centralbank kan lempe i 2024.

Hvis man ser på vores signal model for investerings- og erhvervs ejendomme, så stemmer signalerne meget godt overens med den overordnede makroøkonomiske udvikling, vi har beskrevet ovenfor.

Tablet 2. Samlet økonomisk- og finansielt signal for alle tre segmenter: kontor, retail og bolig

	Økonomisk signal - tomgang og husleje -	Finansielt signal - afkast og ejendomsværdi -
1. kvartal 21	neutral	positiv
2. kvartal 21	positiv	positiv
3. kvartal 21	neutral	svagt positiv
4. kvartal 21	svagt positiv	positiv
1. kvartal 22	neutral	svagt positiv
2. kvartal 22	svagt positiv	positiv
3. kvartal 22	neutral	svagt positiv
4. kvartal 22	svagt positiv	neutral

Kilde: Realkredit Danmark

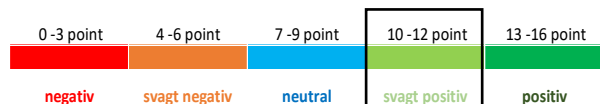
For en nærmere beskrivelse af målemetoden henvises til bagerst i analysen.

Som tabellen viser, så har det økonomiske signal skiftet mellem **neutral** og **svagt positiv** i de sidste seks kvartaler og 4. kvartal var ingen undtagelse. Denne gang et nøk opad til **svagt positiv** og afspejler dermed udviklingen i den økonomiske aktivitet. Det finansielle signal ser imidlertid anderledes ud. Her tog signalet endnu et nøk nedad, idet signalet endte på **neutral** i 4. kvartal. Det neutrale signal blev dog primært sikret via et fortsat positivt trend signal (lang tidshorison), hvorimod det aktuelle signal (kortere tidshorison) scorede meget få point. Med andre ord, så viste data for 4. kvartal, at der var et klart opadgående pres på afkastkravet og et nedadgående pres på prisudviklingen.

Vi har tidligere slået til lyd for, at afkastkravet først og fremmest er drevet af vækst og risikovillighed, som vel i et vist omfang forsat var til stede i 4. kvartal. Så hvorfor er der så et opadgående pres på afkastkravet? En del af forklaringen ligger i at ejendomme med sikkert cashflow, har fungeret som en substitut for en klassisk kupon på en obligation. Så i takt med at obligationsrenterne er falder og faldet, så har nogle investorer i stedet købt ejendomme med "sikkert cash flow" og dermed drevet afkastkravet længere og længere ned. Nu har vi set den kraftigste rentestigning i 40 år, og det betyder, at renten på flexlån med korte løbetider begynder at handle på niveauer, som ikke er langt fra de afkastkrav, som boligudlejningsejendomme i de fire største byer handles til. Det vil få flere investorer til at søge tilbage mod obligationerne og dermed presses afkastkrav op. Det vil i vores optik først og fremmest gælde ejendomme med sikkert cashflow. Ejendomme med mere usikkert cashflow har ikke på samme måde set afkastkravet falde, så derfor kan man godt stille spørgsmål ved, om afkastkravet for denne type ejendomme burde stige?



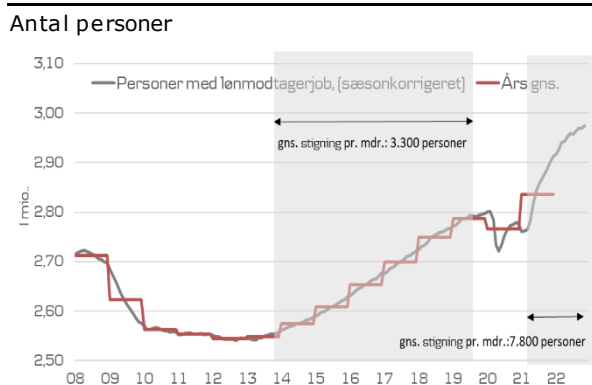
Signal for kontorejendomme for 4. kvartal endte på svagt positiv



Den positive udvikling for kontorejendomme fortsatte i 4. kvartal 2022, hvor det samlede signal endte på **svagt positiv**, uændret i forhold til 3. kvartal 2022.

Hvis man stikker et spadestik dybere, så består det samlede signal af to hovedsignaler. Et trend signal, som måler den langsigtede trend og et aktuelt signal, som måler den kortsigtede trend. I 4. kvartal scorede trend signal top karakter og endte således på **positiv**, hvorimod det aktuelle signal endte på **svagt negativ**. Med andre ord så indikerer vores temperaturmåling for 4. kvartal, at kontormarkedet taber fart. På den måde ligner det udviklingen inden for beskæftigelsen, jf. figur 4.

Figur 4. Den sæsonkorrigerede beskæftigelse



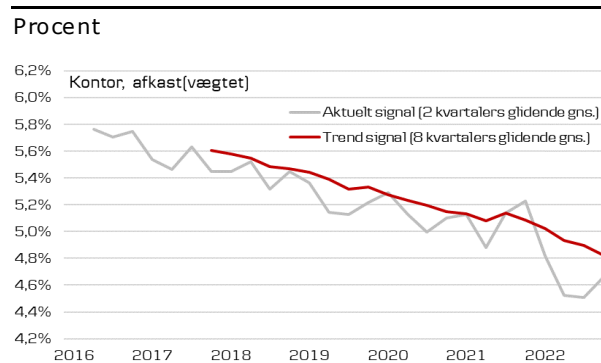
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Beskæftigelsen er en af de vigtigste drivere for kontormarkedet, og som det fremgår af ovenstående figur, så er udviklingen fortsat positiv, om end tempoet er på vej ned. Det er dog ikke kun beskæftigelsen, som udvikler sig positivt. Det gælder også en række af de andre data, vi kigger på. I flæng kan nævnes udbudsstatistikken fra ejendomstørvet, idet udbuddet af erhvervslokaler i procent af skønnet byggemasse faldt til 4,6% i 4. kvartal, hvilket kun er marginalt højere end lavpunktet på knap 4%, som var

gældende i årene før finanskrisen ramte. En tilsvarende positiv statistik stammer fra Ejendom Danmark og måler den økonomiske tomgang. Tomgangen faldt yderligere til 7,8% i 4. kvartal, hvilket er det laveste niveau i den periode vi har data for, hvilket vil sige fra 2015.

En anden vigtig ting at gøre opmærksom på er, at ud af de otte delsignaler, som tilsammen udgør og danner det samlede signal, så var to af delsignalerne negative. Det gælder det kortsigtede signal for både ejendomsprisen og afkastkravet og betyder, at ejendomsprisen faldt og afkastkravet steg i 4. kvartal, jf. figur 5.

Figur 5. Afkastkrav for kontor steg i 4. kvartal



Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

I temperaturmålingen for 3. kvartal anvendte vi den netop offentliggjorte prognose over udviklingen i beskæftigelsen fra Nationalbanken, som en grov indikator for fremtidsperspektiverne for kontor markedet. I starten af januar 2023 offentliggjorde Danske Bank sin nye prognose over udviklingen i beskæftigelsen, og den er en anelse mere positiv end prognosen fra Nationalbanken. Dermed bliver modelfremskrivningen også mere positiv, så i stedet for at signalet skifter til svagt negativt i 2024, så ender signalet for kontor på neutralt, jf. tabel 3.

Tabel 3. Signal fra beskæftigelses model

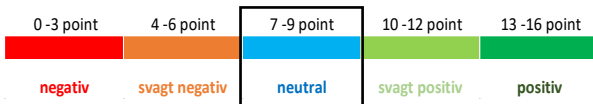
Kontor	signal
Q1-22	positiv
Q2-22	positiv
Q3-22	positiv
Q4-22	positiv
Q1-23	svagt positiv
Q2-23	neutral
Q3-23	neutral
Q4-23	neutral
Q1-24	neutral
Q2-24	neutral
Q3-24	neutral
Q4-24	neutral

Kilde: Realkredit Danmark

Usikkerheden i forhold til økonomiske prognoser er imidlertid høj. Afmatningen i beskæftigelsen kan både blive dybere og komme tidligere, og hvis krigen i Ukraine fik en ende, kunne man sågar også se et lidt mere positivt scenarie for beskæftigelsen udvikle sig.



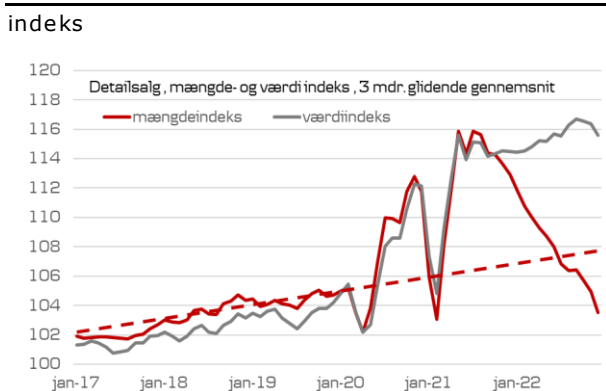
Signal for retail-ejendomme for 4. kvartal endte på neutral



Signalet endte på **neutral** i 4. kvartal, uændret i forhold til 3. kvartal. I modsætning til 3. kvartal, hvor alle delsignalerne – tomgang, husleje, afkast og pris – bevægede sig ligeud på både kort- og langt sigt, så var der større forskydninger i 4. kvartal. Den mest oplagte forskel fremgår af udviklingen i det aktuelle signal og trendsignalet. I 3. kvartal endte begge signaler på **neutral**, men det ændrede sig i 4. kvartal, idet trendsignalet tog et nøk opad til **svagt positiv**, hvorimod det aktuelle signal tog et nøk nedad og endte på **svagt negativ** i 4. kvartal. Det ser med andre ord ud til, at det momentumtab vi så for kontor ejendomme også gælder for retail.

Ovenstående ræsonnerer relativt fint med de øvrige data, vi kigger på. Detailsalget – målt i mængder – fortsatte med at falde i 4. kvartal, jf. figur 6.

Figur 6. Detailsalg, mængde- og værdiindeks



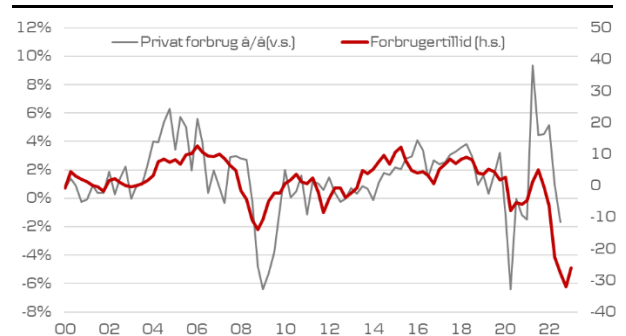
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Det samme gjaldt antallet af konkurser. Her så vi en meget kraftig stigning i 4. kvartal, så antallet af konkurser ramte det højeste niveau i 10 år. Andre data er knap så negative. Det gælder data fra Ejendomstorvet, hvor udbuddet af erhvervslokaler, målt i procent af byggemassen, faldt marginalt i 4. kvartal, og som har bevæget sig sidelæns gennem det meste af 2022 på det laveste niveau i 10 år. Data for

udviklingen i tomgang fra Ejendom Danmark viste også – i modsætning til vores data – et fortsat fald.

Fremadrettet er der ikke meget, som har ændret sig siden sidst og udfordringerne er således fortsat store, selvom forbrugertilliden har rettet sig en lille smule. Historisk er en faldende forbrugertillid blevet efterfulgt af en kraftig afmatning i privatforbruget og der ser også ud til at ske denne gang, jf. figur 7.

Figur 7. Forbrugertillid og privatforbrug



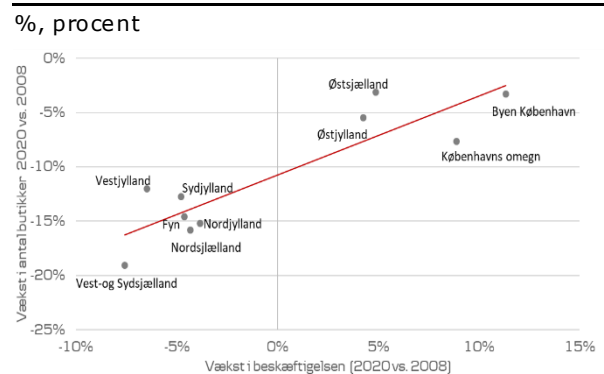
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Man kan dog håbe på at et fortsat fald i inflationen kan mindske tabet af købekraft og dermed understøtte fortsatte stigninger i forbrugertilliden. Denne positive effekt kan dog neutraliseres, hvis udviklingen på arbejdsmarkedet forværres.

Ovenstående betyder desværre også at vi med stor sandsynlighed står overfor en ny periode, hvor antallet af retail virksomheder efter flere års stagnation igen vil falde. I perioden 2008- 2015, hvor antallet af retail virksomheder faldt kraftigt, var der rigtig mange retailvirksomheder med færre end 10 ansatte, som faldt fra, hvorimod der kun forsvandt et meget lille antal af store retailvirksomheder med mere end 100 ansatte. Dette mønster forventes at gentage sig.

Et andet mønster der forventes at gentage sig er den geografiske faktor, som stammer fra en sammenhæng mellem hvor mange retailvirksomheder, som drejer nøglen om og væksten i beskæftigelsen, jf. figur 8.

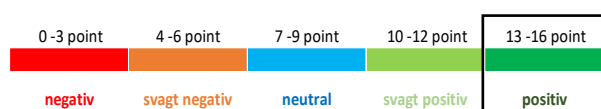
Figur 8. X/Y-plot: Beskæftigelsesvækst vs. vækst i antal butikker, 2008-2020



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger



Signal for boligudlejningsejendomme for 4. kvartal endte på positiv



Signalet for boligudlejning endte på **positiv** i 3. kvartal. Det var dog med mindst mulig margin, idet det samlede antal point landede på 13.

Delsignalerne for det økonomiske signal – tomgang og husleje - var hovedsagligt positive (grønne), på nær trend signalet for tomgangen, som bevægede sig ligeud. Det stemmer godt overens med udviklingen på arbejdsmarkedet. Selvom der er en opbremsning i gang, så befinder bruttoledigheden, i procent af arbejdsstyrken, sig fortsat på et meget lavt - men dog svagt stigende - niveau. Manglen på arbejdskraft er også fortsat en udfordring, om end kraftigt aftagende.

En anden vigtig faktor af betydning er udviklingen i byggebalancen. Byggebalancen er forskellen mellem væksten i boligbestanden fratrukket væksten i indbyggertallet. Et positivt tal for byggebalancen betyder, at der bliver bygget for meget i forhold til, hvad der er indbyggermæssig dækning for. Omvendt så betyder et negativt tal for byggebalancen, at der bliver bygget for lidt i forhold til, hvad der er indbyggermæssig dækning for. Rent intuitivt giver det god mening, at der er en sammenhæng mellem byggebalancen og tomgangen, så jo mere der er blevet bygget relativt til stigningen i indbyggertallet, jo større tomgang, jf. tabel 4.

Tabel 4. Byggebalancen 2021 vs. 2010

	Boligbestand (A) 2021 vs. 2010	Indbyggertal (B) 2021 vs. 2010	Byggebalancen: (A)-(B) 2021 vs. 2010	Tomgang 2022
Aalborg	17,2%	11,0%	6,2%	5,8%
Århus	19,2%	14,2%	5,0%	4,9%
Odense	12,2%	8,3%	3,9%	3,4%
Københavns omegn	7,6%	7,1%	0,5%	3,1%
København	18,2%	19,4%	-1,2%	2,2%

Kilde: Danmarks Statistik, Ejendom Danmark og egne beregninger

Vi har kigget på data fra 2010 til 2021 og her fremgår det af tabellen, at der i København er blevet bygget for lidt i forhold til udviklingen i indbyggertallet og det

harmonerer fint med en lav tomgang. Omvendt er der blevet bygget lidt for meget relativt til udviklingen i indbyggertallet i Aalborg og Århus, og det stemmer fint overens med en lidt højere tomgang i disse byer relativt til København.

Kigger vi frem mod 2023 og 2024, så forventer vi en forbedring af byggebalancen over hele linjen, hvilket er et godt rygstød for boligmarkedet, jf. tabel 5.

Tabel 5. Byggebalancen, 2024 vs. 2022

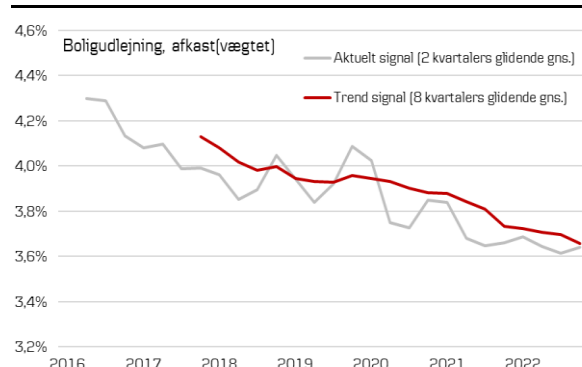
	Boligbestand (A)	Indbyggertal (B)	Byggebalancen: (A)-(B)
Aalborg	1,0%	1,8%	-0,8%
Århus	0,7%	2,5%	-1,8%
Odense	0,9%	1,9%	-1,1%
Københavns omegn	0,8%	1,8%	-1,0%
København	1,8%	2,9%	-1,1%

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

De seneste data for bygeaktiviteten viser et meget kraftigt fald i det påbegyndte byggeri i alle de største byer på nær København, hvilket forventes at føre til en relativ lav tilvækst i boligbestanden de kommende år. Det samme så man i årene efter finanskrisen og sker typisk i perioder med stor usikkerhed omkring den fremtidige økonomiske udvikling. I kriseperioder, når modvinden rammer boligmarkedet, ser man også en mindsket nettoaflytning fra de største byer, idet færre bolighandler mindsker mobiliteten og det betyder alt andet lige et mindre dræn på stigningen i indbyggertallet. Med andre ord vil vi i forbindelse med økonomiske kriser ofte opleve en større stigning i indbyggertallet i de fire største byer.

Ser vi på det finansielle signal, så går det kortsigtede signal for både afkast og pris ligeud. Hvis vi zoomer ind på udviklingen i afkastkravet, så kan man ane en mindre stigning, jf. figur 9, men altså ikke nok til at være statistisk signifikant.

Figur 9. boligudlejning - afkastkrav



Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabasen

Boligudlejningsejendomme i de fire største byer handles typisk til startafkast, som kun er en smule højere end renten på kortere flexlån og som vi derfor frem adrettet forventer vil opleve et opadgående pres på afkastkravet – og et nedadgående pres på ejendomspriserne, jf. diskussionen på side 2.

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.

Redaktion

Chefanalytiker
Mark Maack Gibson
mmg@rd.dk

Ansvarshavende

Cheføkonom
Christian Hilligsøe Heinig
chei@rd.dk

Udgiver

Realkredit Danmark
Lersø Parkallé 100
2100 København Ø
Risikostyring

Metode – sådan måler vi!

Med data fra Realkredit Danmarks erhvervsvurderings-system, ser vi på, hvordan det går i hele Danmark for de tre segmenter: Kontor, retail og boligudlejning.

Kort om data

Realkredit Danmarks erhvervsvurderingssystem indeholder mere end 1000 vurderinger hvert kvartal indenfor boligudlejning, retail og kontor og det er disse data, som danner baggrund analysen. Vurderinger laves typisk i forbindelse med ejendomstransaktioner, LTV-overvågninger og tillægsbelåning.

For hvert segment ser vi på fire elementer: tomgang, leje, afkast og pris. Hvert af de enkelte elementer kan svinge og ved at favne hele vejen rundt vurderer vi, at vi bedre fanger den reelle underliggende udvikling på ejendomsmarkedet.

// For at sikre vi kommer hele vejen rundt, kigger vi både på tomgang, lejeniveau, afkast og pris

En af de store udfordringer ved analyse af data på erhvervsjendomsmarkedet er, at antallet af observationer er væsentligt mindre end, hvad vi ser på det private boligmarked. Det betyder, at der kan være betydelige udsving i data, som ikke nødvendigvis signalerer en underliggende ændring i udviklingen på ejendomsmarkedet, men blot kan være et resultat af ændringer i sammensætningen af data. For at mindske risikoen for at overfortolke udsving i vores vurderingsdata har vi derfor valgt at udglatte de enkelte tidsserier – og det har vi gjort over to forskellige tidshorisonter. En kortere udglatning over to kvartaler – det kalder vi for "Aktuelt" og så en lidt længere udglatning over de seneste 8 kvartaler. Sidstnævnte kalder vi for "Trend". Med de to signaler og de fire nøgletal – tomgang, lejeniveau, afkast og pris – har vi forsøgt at fange den underliggende tendens for erhvervsjendomsmarkedet.

Tabel 1: Otte delsignaler for hvert segment

	Tomgang	Leje	Afkast	Pris
Aktuelt (to kvartalers gns.)	1.	2.	3.	4.
Trend (otte kvartalers gns.)	5.	6.	7.	8.

Kilde: Realkredit Danmark

I tabel 1 er vist de otte tidsserier, som kan udledes for hvert af de tre segmenter – bolig, retail og kontor.

Hver af de otte tidsserier kan enten stige, gå ligeud eller falde ved opgørelsen af et nyt kvartal. Uden at gå for meget ind i de tekniske detaljer, prøver vi at si støj i data fra ved at lade tidsseriens volatilitet indgå i

beslutningsgrundlaget. Således udrustet har vi fem mulige signaler for hver enkelt tidsserie, jf. tabel 2.

Tabel 2: De fem muligheder



Kilde: Realkredit Danmark

En grøn farve indikerer en positiv markedsudvikling og en rød farve indikere en negativ markedsudvikling. Logikken er således, at hvis afkastet som ejendommen handles til, presses yderligere nedad, er delsignalet en grøn pil ned. Tilsvarende gælder, at hvis tomgangen er stigende, så er så er det en rød pil op. Ideen er så, at hvis delsignalet er grønt, får man 2 point, er det blå får man 1 point og er det rødt får man 0 point, jf. tabel 3.

Tabel 3: Scoring af point – sådan gør vi

Pointscoring:			
	●	●	●
Point	0	1	2

Kilde: Realkredit Danmark

Det højeste antal point opnås, hvis alle otte delsignaler er grønne, dvs. i alt 16 point. Alternativt så får man 0 point, hvis alle otte delsignaler er røde. Dette er de to yderpunkter.

Det samlede signal for et segment kan enten være negativt, svagt negativ, neutral, svagt positivt eller positiv og afhænger af, hvor mange point man scorer via de otte delsignaler. Nedenstående tabel viser hvordan man oversætter point til signal, jf. tabel 4.

Tabel 4: Fra point til samlet signal

0-3 point	4-6 point	7-9 point	10-12 point	13-16 point
negativ	svagt negativ	neutral	svagt positiv	positiv

Kilde: Realkredit Danmark

Man kan også snitte data på en anden måde og i stedet opsplutte de otte delsignaler i et økonomisk signal – tomgang og husleje – og et finansielt signal – afkast og ejendomspris. Hvert af de to signaler – økonomisk- og finansielt signal – består dermed af fire delsignaler, jf. tabel 5.

Tabel 5. Definition af økonomisk signal og finansielt signal

Otte signaler for hvert segment	Økonomisk signal		Finansielt signal	
	Tomgang	Leje	Afkast	Pris
Aktuelt (to kvartalers gns.)	1.	2.	3.	4.
Trend (otte kvartalers gns.)	5.	6.	7.	8.

Kilde: Realkredit Danmark