August 2022

Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 2. kvartal

Selvom dansk økonomi kun bevægede sig fremad i sneglefart i 1. halvår, så fortsatte de positive takter i vores temperaturmåling og det samme gjorde transaktionsvolumen, idet der blev omsat for imponerende 40-50 mia. i 1. halvår. Det understreger, at de negative effekter fra de kraftigt stigende renter endnu ikke har slået igennem. Signalet for både kontor og retail endte helt i top på "positiv", drevet af en fortsat fremgang i beskæftigelsen samt et detailsalg, som trods tilbagegang, fortsat ligger på et højt niveau. For bolig bremsede den positive udvikling op, idet signalet endte på "neutral", men her var det "specielle faktorer", som trak signalet lidt for meget i negativ retning. Fremadretter venter imidlertid en svær tid, idet de økonomiske konjunkturer ser udfordrende ud.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings-og erhvervsejendomme i 2. kvartal 2022

KONKLUSION, HELE LANDET

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

Kilde: Realkredit Danmark

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

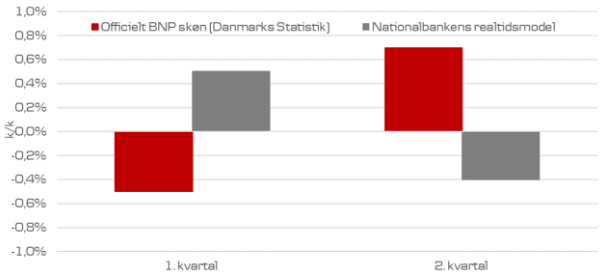
Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

Dansk økonomi bevæger sig fremad i sneglefart

Når den økonomiske kompasnål for alvor begynder at røre på sig, vil diverse økonomiske indikatorer oftest pege i mange forskellige retninger, og det kan derfor være svært at bestemme, hvor den samlede økonomiske aktivitet er på vej hen. Det gælder også de seneste kvartaler, og det er nok en del af forklaringen på, hvorfor der har været så stor forskel mellem de officielle vækstestimater fra Danmarks Statistik og så estimatet fra Nationalbankens realtidsmodel. Vi hæfter os især ved, at selv fortegner falder forskelligt ud, jf. figur 1. I 2. kvartal, steg bnp-væksten 0,7% k/k ifølge første estimat fra Danmarks Statistik, langt fra nationalbankens skøn om et fald på 0,4% k/k.

Figur 1. BNP i faste priser, sæsonkorrigeret

k/k (2010-priser)



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Betragter man de seneste to kvartaler under et, så er det en fair konklusion, at den økonomiske aktivitet i 1. halvår bevægede sig fremad, men i sneglefart. Den afdæmpede vækst gennem første halvår skal dog også ses i lyset af en voldsom vækst i den økonomiske aktivitet i slutningen af 2021. Det medfører, at selve aktivitetsniveauet befinder sig på et højt niveau, og at det økonomiske opsving stadig er i live trods den megen modvind gennem første halvår fra stigende geopolitisk usikkerhed, stigende renter og høj inflation.

Jeg har ofte beskrevet markedet for investerings-og erhvervsejendomme som en supertanker. Der går lang tid fra motoren stopper og til skibet står stille. Derfor er det ikke nødvendigvis en stor overraskelse, at signalerne for investerings- og erhvervsejendomme fortsat er positive, jf. tabel 2.

Tabel 2. Samlet økonomisk og finansielt signal for de tre segmenter: kontor, retail og bolig

	Økonomisk signal *	Finansielt signal **
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

*: Tomgang og leje **: Afkastkrav og ejendomspris

Kilde: Realkredit Danmark

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

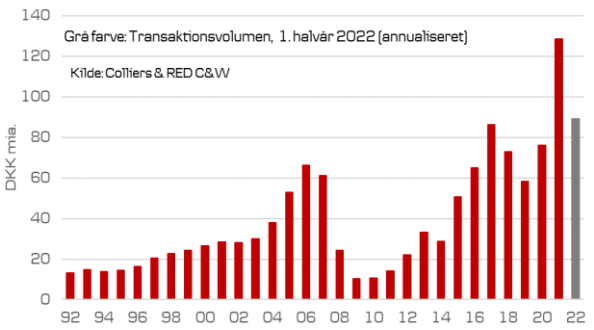
Som tabellen viser, så endte signalerne for både det økonomiske -og finansielle signal for 2. kvartal et niveau højere i forhold til signalerne for 1. kvartal.

Signalerne falder godt i tråd med de data vi har for transaktionsvolumen for 1. halvår. Colliers har offentliggjort et transaktionsvolumen på ca. 40 mia. og RED C&W er nået frem til ca. 50 mia., Annualiseret svarer det til 80-100 mia., og tager vi udgangspunkt i 90 mia., så vil det være det næsthøjeste niveau, kun overgået af rekordåret i 2021. En handel kan imidlertid have en lang procestid og i nogle tilfælde er der givet tilsagn om, at "pengene skal ud at arbejde", så mon ikke supertankeren billedligt også passer godt i forhold til transaktionsvolumen?

I tiden op til finanskrisen i 2008/09 bremsede transaktionsvolumen først op i 2008, jf. figur 2, da det var evident for de fleste, at global- og dansk økonomi var i officiel recession.

Figur 2. Transaktionsvolumen, 1992-22

mia. dkk



Kilde: Colliers samt egne beregninger

Det er sjældent, at noget er så galt, at det ikke er godt for noget. Byggebranchen befinder sig i en klassisk overophedningssituation, hvor der har været en historisk stor mangel på både arbejdskraft og materialer. Da sektoren er meget konjunkturfølsom, kan det næppe overraske, at konjunkturindikatoren for byggeriet er faldet kraftig de seneste par måneder. Det betyder, at manglen på både arbejdskraft og materialer er aftaget. Det er naturligvis positivt, selvom niveauerne fortsat er høje. Desværre ser energiprisernes himmelflugt – særligt gas og el - ikke ud til at være ovre endnu og det opretholdet prispresset idenfor særligt byggematerialer, som dermed fortsat er den drivende kraft bag stigningen i byggeomkostningerne. De seneste tal for 1. kvartal 2022 viste en årsstigningstakt på ca. 8%, og det er det højeste niveau nogensinde og overgik altså også niveauet fra perioden før finanskrisen.

Det samme gælder udviklingen i inflationen, som både i Danmark og de fleste vestlige lande, fortsætter med at stige og som ikke er set højere i 35 – 40 år. Det har fået centralbankerne til at stramme pengepolitikken, om end i forskellig tempi, og begge dele har smittet negativt af på renterne, både de globale og de danske. Hvis man ser bort fra de helt korte løbetider, så har stigningerne på realkreditrenterne i årets første seks måneder været nogen af det voldsomste i nyere tid.

Men selvom rentestigningerne har været brutale i 1. halvår, så lå det finansielle signal altså på det højeste mulige niveau i 2. kvartal. Vi har tidligere argumenteret for, at selvom renten spiller en vigtig rolle for udviklingen på markedet for erhvervsejendomme, så er det økonomisk vækst og risikovilligheden, som bestemmer markedspulsen. Med en vækst i snegletempo og et renteniveau og en stigende inflation, som begge fortsætter med at klemme livet ud af den økonomiske aktivitet, må man forvente, at supertankeren begynder at bremse op og begynder at skifte retning.

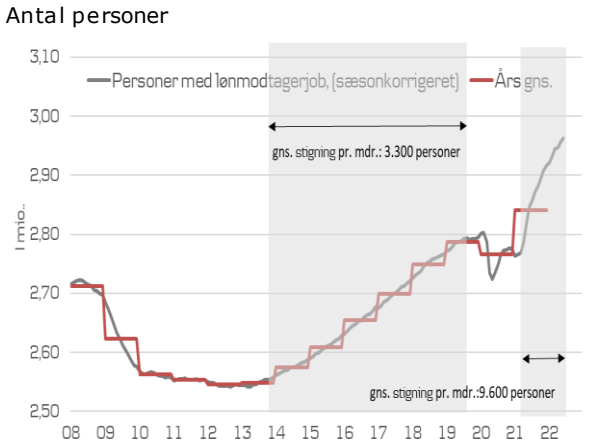
Signal for kontorejendomme for 2. kvartal endte på positiv

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

Den positive udvikling for kontorejendomme forsatte i 2. kvartal 2022, hvor det samlede signal endte helt i top på **positiv,** uændret i forhold til 1. kvartal 2022.

Kigger man efter, opdager man, at rigtig mange data for kontorejendomme - udbud, tomgang, husleje, afkastkrav og pris - et langt stykke af vejen er et spejlbillede af udviklingen i beskæftigelsen. Det er derfor positivt, at beskæftigelsen fortsatte med at stige, selvom den økonomiske aktivitet kun sneglede sig fremad i 1. halvår. Tempoet gik dog lidt ned i gear i 2. kvartal, men selvom beskæftigelsen kun steg med gennemsnitlige 6.000 personer pr. måned, så er det fortsat en del mere end "normalen" fra årerne før Covid-19 krisen, jf. figur 3.

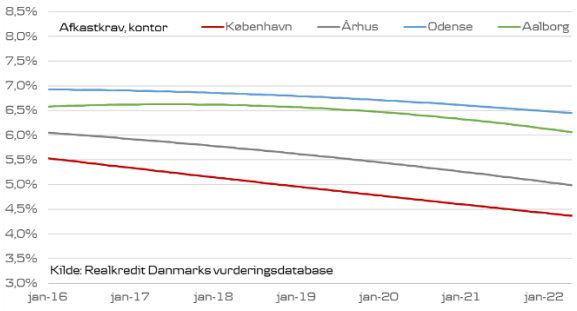
Figur 3. Den sæsonkorrigerede beskæftigelse



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Dykker vi ned i detaljerne, så scorede det finansielle signal, som består af ejendomspris og startafkastet, maksimum point (igen) i 2. kvartal. Den positive udvikling genfindes i alle de fire største byer – København, Århus, Odense og Aalborg – idet faldet i afkastkravet fortsatte alle steder, jf. figur 4.

Figur 4. Afkastkrav, kontor i de fire største byer



Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

I forhold til at realkreditrenterne præsterede en af de største stigninger i nyere tid i 1. halvår, er der måske nogen som undrer sig over, hvorfor det finansielle signal scorede maksimum point igen i 2. kvartal. Det understøtter til gengæld vores mantra om, at vækst og risikovillighed er de vigtigste drivere for udviklingen i afkastkravet og ejendomspriserne her og nu. Det gælder også kontorejendomme, hvor beskæftigelsen spiller rollen som den vigtigste markedsdriver og dermed giver det god mening, at det finansielle signal fortsat scorer højt.

Forventningen om en fortsat afdæmpet vækst i dansk økonomi vil også slå igennem på arbejdsmarkedet med en vis forsinkelse. Vi har lavet en simpel signal model med beskæftigelsen, som eneste variabel, og hvor vores forventninger til beskæftigelsen anvendes som input. Disse data underkastes samme metodik som signalmodellen, men hvor der altså kun er to delsignaler i stedet for de sædvanlige otte. På denne måde dannes et samlet signal og her viser det sig, at afmatningen først for alvor slår igennem i 2023, jf. tabel 3.

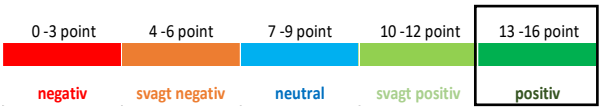
Tabel 3. Signal fra beskæftigelses model

Kontor	signal
Q1-21	neutral
Q2-21	svagt positiv
Q3-21	positiv
Q4-21	positiv
Q1-22	positiv
Q2-22	positiv
Q3-22	positiv
Q4-22	positiv
Q1-23	svagt positiv
Q2-23	neutral
Q3-23	neutral
Q4-23	svagt negativ

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.

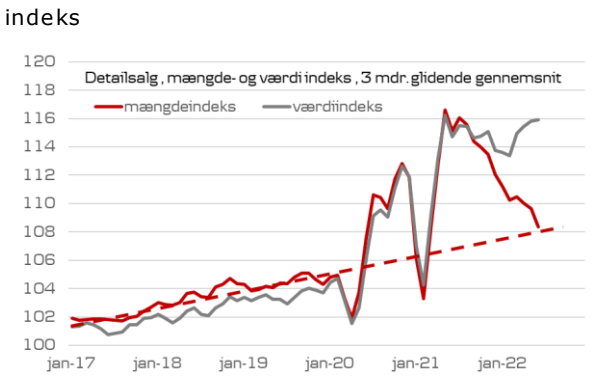
Signal for retail-ejendomme for 2. kvartal endte på positiv



Efter at signalet bremsede op i 1. kvartal, hvor det endte på **neutral**, så hoppede signalet tilbage på **positiv** i 2. kvartal. Signalet var tæt på at score maksimum point, og det betyder at fremgangen var bredt baseret. Kigger vi vurderingsdata igennem, så var der lidt færre vurderinger end normalt, hvilket desværre svækker signalets validitet.

Det positive signal er måske lidt svært at forstå, når man ser på udviklingen i detailsalget. Som følge af de store prisstigninger, så er der opstået en stor forskel på mængde- og værdiindekset. Det er mængdeindekset man skal holde øje med og her fortsatte normaliseringen, hvilket betød, at detailsalget i mængder er faldet med 10% siden toppen. Jf. figur 5.

Figur 5. Detailsalg, mængde- og værdiindeks



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Til sammenligning var detailsalget i kroner og øre stort set uændret i forhold til toppen, men det tillægger vi altså ikke den store betydning. Selvom detailsalget faldt 10% fra toppen, så var det gennemsnitlige niveau i 2. kvartal alligevel ca. 4% højere end det gennemsnitlige niveau for 2019, det sidste fulde år før Covid-19 ramte. Så hvis Covid-19 aldrig var sket, og vi bruger udviklingen i detailsalget i perioden 2017-2019 som udgangspunkt for en fremskrivning, så ville vi havde et detailsalg omkring det nuværende niveau, jf. den røde stiplede linje i figur 5. Det er altså alligevel ikke så ringe endda.

En anden positiv information, værd at fremhæve, er tilbagebetalingen af coronalån. Ca. 27 mia. - 80% af samtlige coronalån - skulle tilbagebetales i 2. kvartal og da detail- og engroshandel var en af de brancher, som havde lånt flest penge, var der stor nervøsitet for, at antallet at konkurser ville stige. Det er imidlertid ikke sket, snarere tværtimod, da antallet af konkurser lå lavere i 2. kvartal end i 1. kvartal, jf. figur 6.

Figur 6. Antal konkurser i aktive retail selskaber

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Data for juli indikerer, at de lave niveauer fortsatte ind i 3. kvartal.

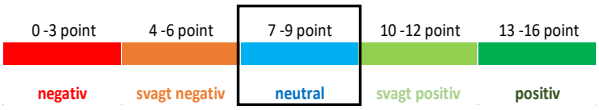
Fremadrettet er der desværre næppe tvivl om, at retail er udfordret. Inflationen stiger kraftigt uden at lønnen følger med, og dermed kigger vi ind i et historisk stort fald i forbrugernes købekraft, som sammen med et generelt højere renteniveau har fået forbrugertilliden til at falde kraftigt. Historisk er en faldende forbrugertillid blevet efterfulgt af en kraftig afmatning i privatforbruget og der en stor risiko for, det også sker denne gang, jf. figur 7.

Figur 7. Forbrugertillid og privatforbrug

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Det er dog en formildende omstændighed, at flere danskere har dybe lommer og dermed, i hvert fald i en periode, kan vælge at mindske opsparingen for at kompensere for den manglende købekraft.

Signal for boligudlejningsejendomme for 2. kvartal endte på *neutral*



Signalet for boligudlejning endte på **neutral** i 2. kvartal og tog dermed et hak nedad i forhold til 1. kvartal, hvor signalet endte på **svagt positiv.**

Umiddelbart virker signalet lidt for negativt, særligt når man ser på udviklingen på ejerboligmarkedet og arbejdsmarkedet, som begge har stor betydning for boligudlejningsmarkedet. På ejerboligmarkedet steg priserne fortsat i 2. kvartal, selvom stigningstakten er blevet mere afdæmpet og på arbejdsmarkedet er der fortsat knaphed på arbejdskraft, særlig i servicesektoren.

Hvis man dykker ned i detaljerne, så springer det i øjnene, at begge delsignaler – aktuelt og trend - for tomgangen ender med røde pile i vores model, svarende til 0 point. Alle de øvrige variable – husleje, prisudvikling samt afkastkrav – scorer mellem 2-3 point. Såfremt variablen tomgang havde scoret 2 point, svarende til at tomgangen bevægede sig ligeud, så ville det samlede signal skifte til **svagt positiv** i stedet for **neutral**.

Den stigende tomgang kan da heller ikke bekræftes af data for Ejendom Danmark, som tværtimod viser en aftagende tomgang, jf. figur 8.

Figur 8. Udviklingen i tomgang

Kilde: Ejendom Danmark og egne beregninger

Vi har derfor gravet et spadestik dybere i forhold til tomgangsdata fra vurderingsdatabasen. Udover at der samlet set er overraskende få vurderinger af boligudlejningsejendomme i 2. kvartal, hvilket øger risikoen for støj i signalerne, så viser det sig, at det kun er 30 vurderinger, som står bag 90% af tomgangen målt i m2. De 30 vurderinger udgør 30% af den samlede ejendomsværdi samt 30% af det samlede boligareal, jf. tabel 4.

Tabel 4. 30 vurderinger står for 90% af tomgang

Bolig, hele landet, 2. kvartal 2022			
	30 vurderinger	total	30 vurderinger - pct af total
Tomgang (m2)	99.614	112.849	88%
samlet boligareal (m2)	123.448	417.667	30%
Ejendomsværdi (mio)	2.989	9.872	30%

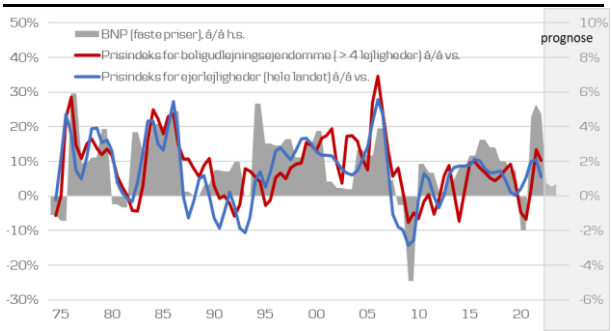
Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

Ovenstående betyder, at man godt kan stille sig lidt tvivlende overfor for den stigende tomgang og dermed også signalet for 2. kvartal, som nok er en anelse for negativ. Man skal imidlertid huske på at vores signal model er en ændringsmodel, så neutral betyder status quo, og dermed ikke nogen katastrofe.

Det ændrer imidlertid ikke ved, at vi kigger ind i et udfordringerne marked fremadrettet. Der er udpræget konsensus blandt boligøkonomerne om, at ejerboligmarkedet vil ligge underdrejet fremover og vi har i forrige afsnit beskrevet de udfordringer der venter forbrugerne, hvilket også vil smitte negativt af på markedet for boligudlejning.

Historisk har prisudviklingen på ejer-og lejelejligheder været forholdsvist synkront og normalt skal der en større økonomisk afmatning til før det udløser prisfald, jf. figur 9.

Figur 9. Prisudvikling på ejer-og lejelejligheder



Kilde: Danmarks Statisk, Danske analyse og egne beregninger

Såfremt vi "kun" får en vækstpause, vil det nok kun give et mindre tilbageslag i prisudviklingen. Men det er værd at huske på, at usikkerheden er tårnhøj og udfaldsrummet stort og lige nu går risikoen i retning af en større afmatning og ikke kun en vækstpause. Det afspejles også i de seneste tal fra det private boligmarked, hvor vi ser, at handelsaktiviteten er faldet markant hen over sommeren, og hvor der i juli for første gang var tale om bredt funderede prisfald på boligmarkedet.

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 erhvervsejendomsmarkedet 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 erhvervsejendomsmarkedet.

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 deltaljer, 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 blåt 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, svag 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 opsplitte 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