

August 2023



## Temperaturmåling på markedet for investerings- og erhvervsejendomme

Signalet for alle tre segmenter – kontor, bolig og retail – endte (igen) på **svagt positiv** i 2. kvartal og blev (endnu engang) trukket op af det økonomiske signal – tomgang og husleje - som på tværs af de tre segmenter - endte på **positiv**, højst mulig score, hvilket harmonerer godt med den positive konjunkturudvikling. Det finansielle signal endte på **neutral**. Vurderinger fra København/Frederiksberg – målt på ejendomsværdien - udgjorde imidlertid en usædvanlig høj procentuel andel i forhold til normalen i 2. kvartal, og det har nok skubbet det finansielle signal i for positiv en retning. Det høje renteniveau presser fortsat afkastkrav op, samtidig med at transaktionsvolumen er bremset voldsomt op.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 2. kvartal 2023

	Q2 - 2022	Q3 - 2022	Q4 - 2022	Q1 - 2023	Q2 - 2023
Kontor	positiv	svagt positiv	svagt positiv	svagt positiv	svagt positiv
Retail	positiv	neutral	neutral	svagt positiv	svagt positiv
Bolig	neutral	svagt positiv	positiv	svagt positiv	svagt positiv

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

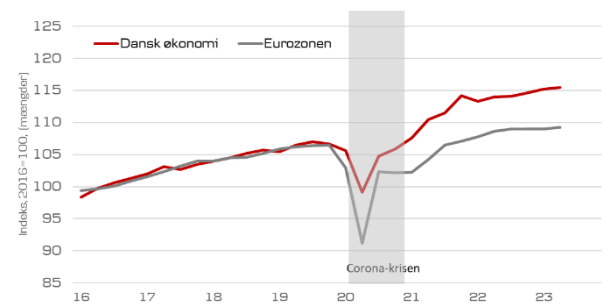
Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

### Det er (fortsat) det høje renteniveau, som volder problemer og (endnu) ikke de økonomiske konjunkturer

Fremgangen i dansk økonomi fortsatte i 2. kvartal og selvom tempoet er gået ned i gear, så er fremdriften ikke desto mindre imponerende. Især når man sammenligner med udviklingen i europæisk økonomi. Normalt er udviklingen i dansk økonomi et spejlbillede af europæisk økonomi og den økonomiske udvikling i de to økonomier var da også ekstrem ensartet i årene før corona krisen, jf. figur 1. Både under og efter corona krisen har udviklingen i dansk økonomi imidlertid udviklet sig markant mere positivt, hvilket vi blandt andet kan takke en stor medicinalindustri for.

Figur 1. Siden corona krisen har dansk økonomi klaret sig markant bedre end euro-zonen

Indeks, 2016=100, (mængder)



Kilde: Macrobond Financial samt egne beregninger

Tempoet i både dansk og europæisk økonomi er dog gået ned i gear, men alligevel så er arbejdsmarkedet

fortsat presset begge steder og lønstigningstakten høj og derfor fortsætter den europæiske – og den danske – centralbank med at sætte renterne op, hvilket er med til at fastholde realkreditrenterne på et højt niveau, jf. figur 2.

**Figur 2. Realkreditrenter forblev på højt niveau**



Kilde: Danske analyse samt egne beregninger

I udgangspunktet understøttes de økonomiske signaler således fortsat af den positive konjunkturudvikling samtidig med at de høje realkreditrenter presser de finansielle signaler, og det afspejles da også i resultaterne fra vores signalmodel for investerings- og erhvervsjendomme, jf. tabel 2.

**Tabel 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
1. kvartal 23	positiv	neutral
2. kvartal 23	positiv	neutral

Kilde: Realkredit Danmark

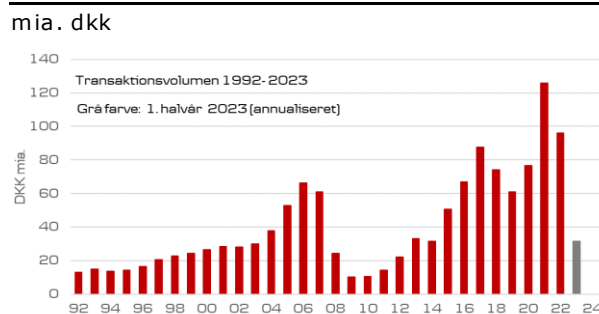
For en nærmere beskrivelse af målemetoden henvises til bagerst i analysen.

Tabellen viser, at det økonomiske signal var uændret på **positiv**, hvilket flugter fint med den positive konjunkturudvikling. Det finansielle signal endte – for tredje kvartal i træk – på **neutral**. Den procentuelle andel af ejendomsvurderinger fra København/Frederiksberg - målt på ejendomsværdien - var imidlertid signifikant højere i 2. kvartal i forhold til normalen. Da ejendomme i København/Frederiksberg handles til lavere afkastkrav og højere kvadratmeterpriser end i resten af landet har det nok skubbet det finansielle signal en anelse for meget i positiv retning.

De udfordrende tider – særligt på den finansielle side - afspejles også i transaktionsvolumen, som aftog yderligere i 2. kvartal og som betød, at der kun blev omsat ejendomme for 18 mia. i 1 halvår. Omregnet til årsniveau svarer det til 36 mia. og vil, hvis det

fortsætter med samme tempo resten af året, være en voldsom nedgang i forhold til de senere års høje niveau, jf. figur 3.

**Figur 3. Transaktionsvolumen på lavblus**

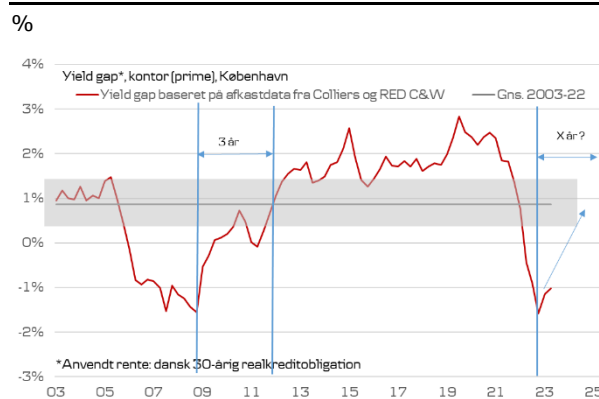


Kilde: Colliers, RED C&W samt egne beregninger

Vi hører tit historier om, at der står masser af penge på sidelinjen og tripper for at komme ud at arbejde på erhvervsjendomsmarkedet og dermed løfte transaktionsmarkedet ud af dødvandet. Det er klart, at på et eller tidspunkt kommer transaktionsmarkedet naturligvis i gang igen, men spørgsmålet er, om det sker før afkastkravet er mere attraktivt relativt til finansieringsrenten.

En af de få tidsserier vi har med lang historik, er afkastkravet for københavnske kontorejendomme, som er steget med 100 bp. – fra 3% til 4% gennem det sidste år. Anvendes renten på en 30-årig realkreditobligation som fundingrente, og som ligger på ca. 5%, jf. figur 2, så er afkastkravet – til trods for den påene stigning – fortsat 100 bp. lavere. Historisk har forskellen mellem afkastkravet og fundingrenten – kaldet yield gap - ligget på ca. 100 bp. og dermed er der altså fortsat 200bp op til det historiske gennemsnit.

**Figur 4. Yield gap for københavnske kontorejendomme(prime)**



Kilde: Red C&W, Colliers, Danske Bank samt egne beregninger

Selvom det er svært at sige præcist ved hvilket niveau investorerne finder yield gappet interessant, så er det nok ikke helt forkert at gætte på, at niveauet nok er en del højere, end de øjeblikkelige niveauer.



## Signal for kontorejendomme for 2. kvartal endte på svagt positiv

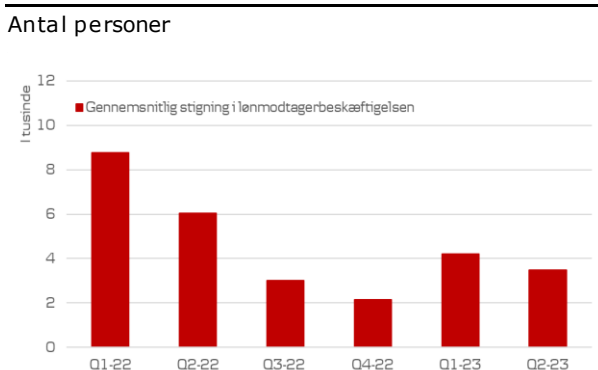


Den positive udvikling for kontorejendomme fortsatte i 2. kvartal 2023, hvor det samlede signal endte på **svagt positiv**, uændret for fjerde kvartal i træk.

I de seneste kvartaler har det især været det langsigtede trend signal, som har trukket den positive udvikling, idet signalet for den kortsigtede udvikling – aktuelt signal - har været mere udfordret. Det ser lidt anderledes ud denne gang. Trend signalet endte godt nok på **svagt positivt**, et nøk lavere end i 1. kvartal, men til gengæld, så gik det bedre for det kortsigtede signal, som steg til **svagt positivt** i 2. kvartal fra **neutral** i 1. kvartal.

De samme tendenser kan i grove træk genfindes i udviklingen i beskæftigelsen, som vi anser som en af de vigtigste drivere for kontormarkedet. Efter en eksplosiv stigning gennem 2. halvår 2021, hvor den månedlige beskæftigelse steg med gennemsnitlige 12.000 personer, så bremsede stigningen kraftigt op i løbet af 2022, og i 4. kvartal 2022 steg den månedlige beskæftigelse med blot 2.000 personer. Herefter accelererede stigningen imidlertid noget overraskende til ca. 4.000 i 1. halvår 2023, jf. figur 5.

**Figur 5. Beskæftigelse accelererede i 1. halvår**

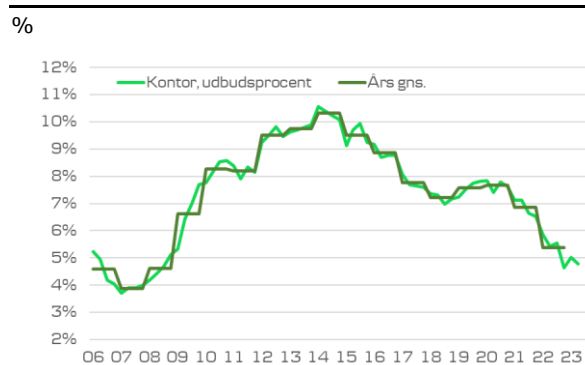


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Ovenstående understøttes af tomgangsstatistikken fra Ejendom Danmark. Her så det også ud til at en

opbremsning var undervejs, men det ændrede sig i 2. kvartal, idet den økonomiske tomgang faldt med 1%-point til 6,6%, hvilket er det laveste niveau i den ti årige periode, vi har data for. Det kraftige fald i tomgangen var primært trukket af kontorejendomme beliggende i Region Hovedstaden. Hvad angår udbudsstatistikken fra ejendomstorvet, så faldt udbuddet af erhvervslokaler, målt i procent af skønnet byggemasse, til 4,8% i 2. kvartal og også her var faldet trukket af kontorejendomme i Region Hovedstaden. Faldet var dog ikke stort nok til at neutralisere stigningen i 1. kvartal, så det er nok mere fair at sige, at data for ejendomstorvet forsat peger i retning af en opbremsning, jf. figur 6.

**Figur 6. Udbud af erhvervslokaler, procent af skønnet byggemasse**



Kilde: Ejendomstorvet

I de seneste temperaturmålinger har vi anvendt prognoser over udviklingen i beskæftigelsen, som en grov indikator for fremtidsperspektiverne for kontormarkedet. Medio juni offentliggjorde Danske Bank sin nye prognose over udviklingen i beskæftigelsen. Endnu engang løftes forventningerne til beskæftigelsen på den korte bane, og det medfører, at det positive signal fastholdes et par kvartaler længere end i den forrige prognose. Til gengæld er faldet i beskæftigelsen en del større i 2024, og det trækker signalet kortvarigt ned på **svagt negativt** i to kvartaler, jf. tabel 3.

**Tabel 3. Signal fra beskæftigelsesmodel**

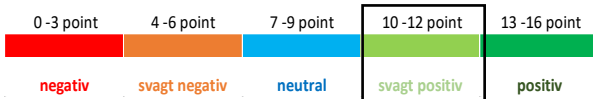
Kontor	signal
Q1-23	positiv
Q2-23	positiv
Q3-23	positiv
Q4-23	svagt positiv
Q1-24	neutral
Q2-24	svagt negativ
Q3-24	svagt negativ
Q4-24	neutral

Kilde: Realkredit Danmark

Usikkerheden i forhold til økonomiske prognoser er imidlertid høj. Afmatningen i beskæftigelsen kan både blive dybere og komme tidligere, men også overraske positivt, såfremt konjunkturudviklingen fortsætter med at udvikle sig mere positivt end forventet.

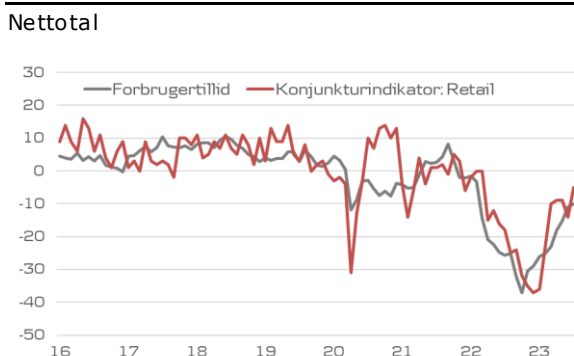


## Signal for retail-ejendomme for 2. kvartal endte på svagt positiv



Signalet for 2. kvartal endte på **svagt positiv**, hvilket er uændret i forhold til 1. kvartal. Det finansielle signal har ligget på **neutral** de seneste kvartaler, og dermed er det primært det økonomiske signal – tomgang og husleje – som har udviklet sig mere positivt gennem de seneste to kvartaler. Det understøttes af både konjunkturindikatoren for retail samt forbrugertilliden, som begge bundede ud i 4. kvartal og siden er steget relativt pænt, jf. figur 7.

**Figur 7. Forbrugertillid og konjunkturindikator for retail fortsætter med at stige**



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

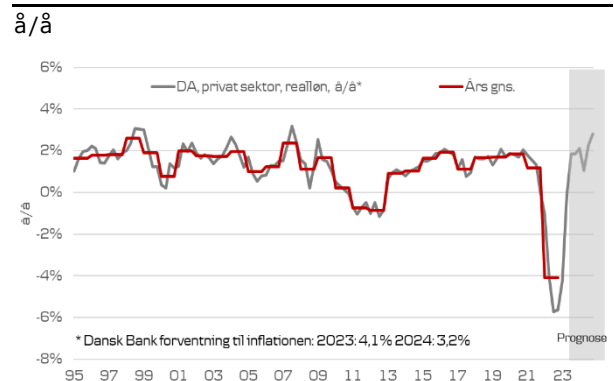
Den positive udvikling i detailsalget – målt i mængder – fortsatte også i 2. kvartal, idet detailsalget steg med 0,9% k/k, hvilket er på niveau med stigningen i 1. kvartal. Der var også flere gode nyheder at hente, når man kigger på udviklingen i antallet af konkurser. Igennem både 4. kvartal 2022 og 1. kvartal 2023 lå antallet af konkurser i aktive retailvirksomheder på det højeste niveau siden finanskrisen, men faldt i 2. kvartal til et mere gennemsnitligt niveau.

Til gengæld er fremgangen mindre udtalt i tomgangsstatistikken fra Ejendom Danmark og udbudsstatistikken fra ejendomstorvet. I forhold til Ejendom Danmark, så var den økonomiske tomgang stort set uændret i forhold til 1. kvartal, hvor tomgangen tog et relativt stort hop opad og hvad angår

antallet af udbudte butiksarealer, så steg det relativt kraftigt i 2. kvartal.

En af faktorerne bag vendingen i detailsalget har at gøre med udviklingen i reallønnen, som efter et historisk stort fald i 2022 igen er stigende. Ifølge DA, så var lønnen 3,4% højere i 2. kvartal i forhold til for et år siden, og da inflationen lå på 3,1% i juli, så stiger lønnen igen hurtigere end forbrugerpriserne. Fremadrettet er det Danske Banks forventning, at fremgangen i reallønnen vil fortsætte med at udvikle sig positivt, jf. figur 8.

**Figur 8. Udsigt til positiv realløn**

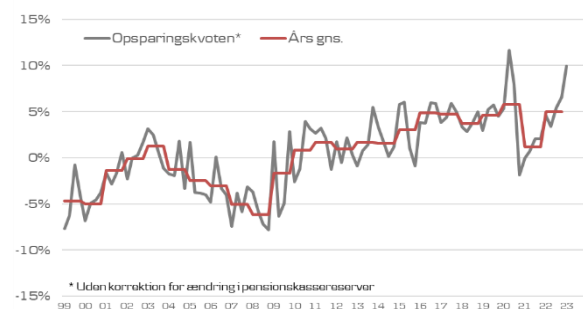


Kilde: DA, Danmarks Statistik og egne beregninger

Selvom reallønsudviklingen er den primære drivkraft bag privatforbruget, så kan udviklingen i opsparingskvoten også bidrage både negativt eller positivt afhængig af om forbrugerne har sparet lidt for meget eller lidt for lidt op. Lige for øjeblikket har forbrugerne sparet rigtig meget op, jf. figur 9 og det er en naturlig respons på den meget krisesnak.

**Figur 9. Høj opsparingskvote, som der kan tæres på!**

Procent af disponibel indkomst

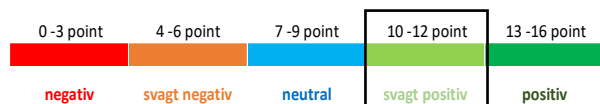


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Et flertal af økonomer har imidlertid aflyst recessionen for denne gang og forvente i stedet en vækstpause – og altså ikke et vækstfald – og hvis det er korrekt, er det nok også muligt at spænde livremmen lidt ud, hvad angår forbruget og spare lidt mindre op. Denne positive effekt kan dog neutraliseres eller omstødes, såfremt udviklingen på arbejdsmarkedet forværres markant, men det forventes ikke at blive tilfældet.



## Signal for boligudlejningsejendomme for 2. kvartal endte på svagt positiv

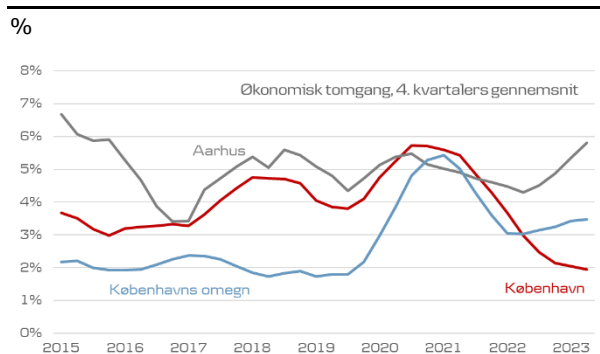


Signalet for boligudlejning endte på **svagt positiv** i 2. kvartal, hvilket er uændret i forhold til 1. kvartal. Det gælder også de mange delsignaler, hvor vi skærer data på forskellige måder, og det understreger de små ændringer, der er i forhold til 1. kvartal.

Et af de delsignaler, som har ændret sig en anelse er det økonomiske signal – tomgang og husleje – som endte et hak lavere på **svagt positiv** i 2. kvartal, men det dækker over et sølle point mindre end i 1. kvartal.

Underliggende afspejler det økonomiske signal egentlig bare et robust arbejdsmarked men en relativ lav ledighed og en udtalt mangel på arbejdskraft inden for flere brancher. Men selvom et job er en vigtig forudsætning for at kunne betale sin husleje, så er det ikke den eneste variabel af betydning. Det betyder også noget, om der bliver bygget for meget eller for lidt i forhold til, hvad der er indbyggermæssig dækning for. Selvom tomgangen generelt udvikler sig positivt for hele landet, så er der store geografiske forskelle, jf. figur 10

**Figur 10. Tomgang i de største byområder**



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Ovenstående viser en relativ stor forskel i tomgangen i de største byområder. Tomgangen er således lav og aftagende i København, svagt stigende i Københavns omegn, men fra et relativt lavt niveau og stigende i

Aarhus til det højeste niveau i flere år. Der er imidlertid tegn på, at byggeaktiviteten i Aarhus vil aftage kraftigt fremadrettet, hvilket betyder, at der vil komme markant færre boligkvadratmeter til markedet. Det vil medføre en bedring af byggebalancen og på sigt lægge et nedadgående pres på tomgangen.

Kigger vi på det finansielle signal, så endte det på **neutral** i 2. kvartal, ligesom i 1. kvartal og igen med mindst mulig margin, hvilket betyder, at delsignalet var meget tæt på at falde til **svagt negativt**. På forhånd havde vi en forventning om, at delsignalet ville falde ud til den negative side, men det skete altså ikke. Det kan have spillet en rolle, at boligudlejningsejendomme i København var kraftigt overrepræsenteret i vores vurderinger for 2. kvartal, jf. tabel 4.

**Tabel 4. Geografisk fordeling, baseret på ejendomsværdien**

	København	Aarhus	Aalborg /Odense	Resten af landet
Historisk gennemsnit (16-23)	35%	21%	13%	31%
2. kvartal 2023	52%	17%	7%	24%
Difference	17%	-3%	-6%	-7%

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata og egne beregninger

Boligudlejningsejendomme i København handler typisk til lavere afkastkrav og højere kvadratmeter priser end i den øvrige del af landet, og det trækker det finansielle signal i mere positiv retning.

Et af de delsignaler vi stiller os lidt kritisk overfor, er udviklingen i ejendomsværdien. Vores vurderingsdata viser, at stigningen i ejendomspriserne er bremset op, men det er nok en lidt for optimistisk udlægning af virkeligheden, selvom der er stor usikkerhed på området, som følge af de meget få handler. Historisk har der imidlertid været en relativ synkron udvikling mellem prisudviklingen på ejerlejligheder og boligudlejning, jf. figur 11.

**Figur 11. Synkron udvikling i prisudvikling på ejerlejligheder og boligudlejningsejendomme**



Kilde: Danmarks Statistik, Boligøkonomisk Videnscenter og egne beregninger

Ifølge ovenstående graf, så er priserne på boligudlejningsejendomme faldet med mellem 5-10% fra toppen, hvilket flugter med prisudviklingen for ejerlejligheder.

---

*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