

November 2023



Temperaturmåling på markedet for investerings- og erhvervsejendomme

Tilpasningen til et højere renteniveau slog for alvor igennem på de finansielle signaler – afkastkrav og ejendomsværdi – i 3. kvartal og var medvirkende til, at signalet for boligudlejning faldt til **svagt negativt** og signalet for kontor faldt til **neutral**. Signalet for retail forblev derimod på **svagt positivt**. Det er første gang, siden vi startede temperaturmålingerne i 2020, at signalet for retail lå højere end signalererne for både boligudlejning og kontor. Det skyldes primært et mindre negativt finansielt signal. Det økonomisk signal – tomgang og husleje - er fortsat **svagt positivt** for både kontor og retail, men **neutral** for boligudlejning, idet den negative byggebalance i flere større jyske byer trækker ned.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 3. kvartal 2023

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

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

Meget, meget blød landing og meget, meget høje renter!

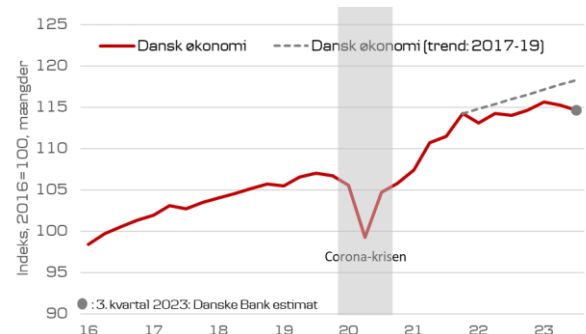
Uanset om dansk økonomi bevægede sig lidt fremad eller lidt tilbage i 3. kvartal, så ændrer det ikke ved, at tempoet i dansk økonomi er kommet så langt ned i gear, at det i bedste fald ligner sneglefart. Det blev ikke meget bedre af, at de reviderede data for nationalregnskabet i 2. kvartal forvandlede en fremgang i den økonomiske aktivitet på 0,2% k/k til en tilbagegang på 0,3% k/k. Hvis man udelader det positive vækstbidrag fra medicinalindustrien, så faldt den samlede økonomiske aktivitet i 2. kvartal 2023 med ca. 1,5% i forhold til 2. kvartal 2022. Det er også interessant at i 3 ud af de seneste 6 kvartaler, har den kvartalsvise vækst rent faktisk været negativ.

Selvom det således bliver stadig tydeligere, at dansk økonomi er på vej ind i en afmatningsperiode, så er

der – indtil videre – tale om en meget, meget blød landing.

Figur 1. Dansk økonomi i sneglefart

Indeks, 2016=100, (mængder)



Kilde: Macrobond Financial samt egne beregninger

Afmatningen er endnu tydeligere i europæisk økonomi, og det har fået den Europæiske centralbank til at melde ud, at den regner med at være færdig med at hæve de pengepolitiske renter. Den amerikanske centralbank har holdt renten i ro på de seneste to pengepolitiske møder, men alligevel er de lange amerikanske renter i skrivende stund tæt på det højeste niveau siden tiden før finanskrisen. Det smitter negativt af på både de lange europæiske renter og lange danske realkreditrenter, jf. figur 2.

Figur 2. Realkreditrenter forblev på højt niveau



Kilde: Danske analyse samt egne beregninger

Ovenstående resonerer meget godt i forhold til resultaterne fra vores signalmodel for investerings- og erhvervsejendomme, 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	svagt negativ*
3. kvartal 23	svagt positiv	svagt negativ

* Korrigeret for geografisk skævvridning

Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

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

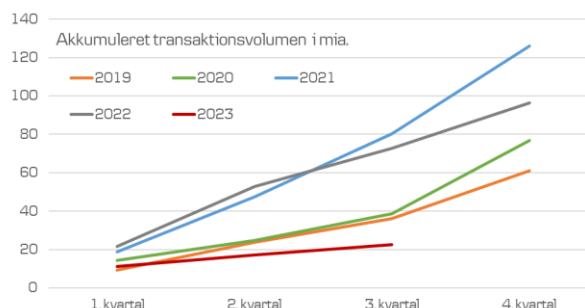
Man kan måske undre sig over, hvorfor det økonomiske signal ikke lå på neutral i 3. kvartal, når fremgangen i den økonomiske aktivitet foregår i sneglefart. Det skyldes, at markedet for investerings- og erhvervsejendomme først og fremmest er følsomt overfor udviklingen på arbejdsmarkedet og her er fremgangen fortsat overraskende robust. Det finansielle signal endte på svagt negativt i 3. kvartal for anden kvartal i træk, hvis man altså korrigerer signalet for 2. kvartal for geografiske skævvridninger.

Dermed begynder vi for alvor at se de negative effekter afledt af de høje realkreditrenter.

Der er heller ingen tvivl om, at det har været et udfordrende kvartal for transaktionsmarkedet, idet den samlede transaktionsvolumen i 3. kvartal endte på samme lave niveau som i 2. kvartal. Det betød, at der kun blev omsat ejendomme for ca. 20 mia. i årets første tre kvartaler, jf. figur 3.

Figur 3. Transaktionsvolumen på lavblus

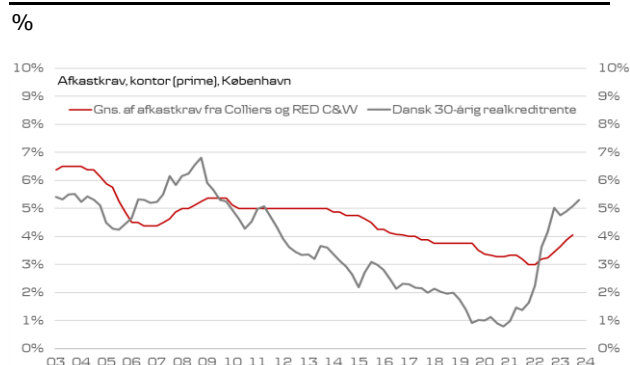
mia. dkk



Kilde: Colliers, RED C&W samt egne beregninger

I forhold til afkastkravet, så tager vi udgangspunkt i afkastkravet for københavnske kontorejendomme (prime), da det er en af få tidsserier, vi har med lang historik og flere mægleres bud på udviklingen. Hvis man anlægger en gennemsnitsbetragtning, så markerede mæglerne afkastkravet for kontor (prime) yderligere op i 3. kvartal, men da renten på en 30-årig realkreditobligation også steg i 3. kvartal, jf. figur 4, så forblev differencen mellem de to på et stort set uændret niveau på ca. -100 bp. (-1 procentpoint).

Figur 4. Afkastkrav for kontor (prime) i København og den 30-årige realkreditrente

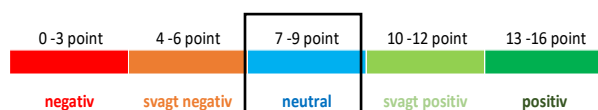


Kilde: Red C&W, Colliers, Danske Bank samt egne beregninger

Historisk har afkastkravet ligget 100 bp. højere end den 30-årig realkreditrente, og dermed er der altså fortsat 200 bp. (2 procentpoint) op til det historiske gennemsnit. Så mon ikke det opadgående pres på afkastkravet forsætter en rum tid endnu. Markedet for investerings- og erhvervsejendomme er ligesom en olietanker. Tilpasningen – i dette tilfælde til et markant højere renteniveau – tager tid.



Signal for kontorejendomme for 3. kvartal endte på neutral

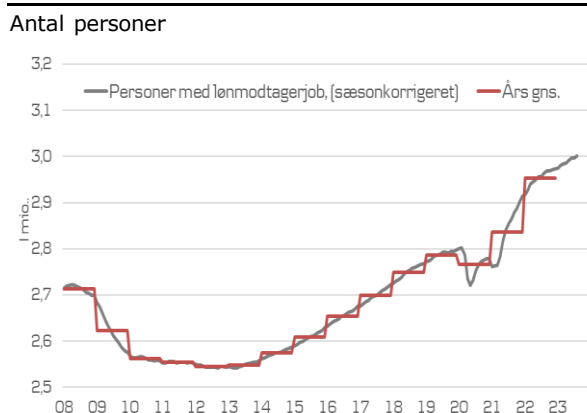


Den positive udvikling for kontorejendomme blev sat på pause i 3. kvartal, idet det samlede signal endte på **neutral**, et nøk nedad i forhold til de seneste fire kvartaler, hvor signalet har ligget på **svagt positivt**.

Det økonomiske signal – tomgang og husleje - endte på **svagt positivt**, uændret i forhold til 2. kvartal og forværringen i det samlede signal for 3. kvartal kan således ene og alene tilskrives det finansielle signal – afkastkrav og ejendomspris - som faldt til **svagt negativt** i 3. kvartal fra **svagt positivt** i 2. kvartal, to nøk ned.

De positive takter som trods alt fortsat afspejles i det økonomiske signal kan i grove træk genfindes i udviklingen i beskæftigelsen, som vi anser som en af de vigtigste drivere for kontormarkedet. Efter et skuffende fald i beskæftigelsen i juli, som uden tvivl var negativt påvirket af det ekstremt regnfulde vejr, så steg beskæftigelsen i august med 4.300 personer og dermed sneg antallet af personer med lønmodtagerjob sig for første gang nogensinde over 3 mio., jf. figur 5.

Figur 5. Lønmodtagerbeskæftigelsen krydsede 3 mio. i august

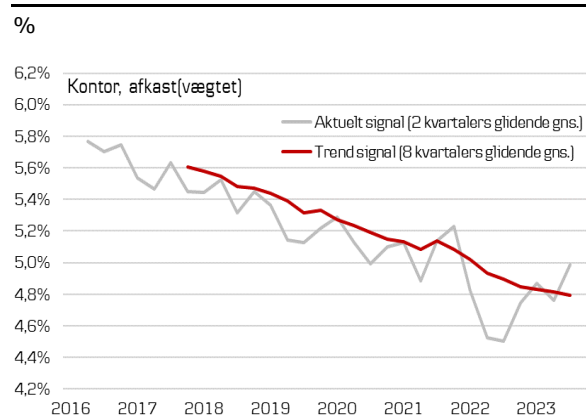


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Den positive undertone hvad angår det økonomiske signal understøttes også af både tomgangsstatistikken fra Ejendom Danmark samt udbudsstatistikken fra ejendomstovet. I begge tilfælde var der tale om tæt på uændrede værdier i forhold til 2. kvartal og selvom det i sagens natur tyder på en vis form for opbremsning, så er niveauerne altså fortsat de laveste siden årene før finanskrisen.

Det forholder sig lidt anderledes med især afkastkravet, som har været stigende gennem nogen tid, jf. figur 6.

Figur 6. Udvikling i afkastkrav for hele landet



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

I de seneste temperaturmålinger har vi anvendt prognoser over udviklingen i beskæftigelsen, som en grov indikator for fremtidsperspektiverne for kontormarkedet. Medio september 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 kvartal længere end i den forrige prognose, jf. tabel 3.

Tabel 3. Signal fra beskæftigelsesmodel

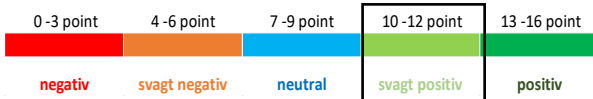
Kontor	signal
1. kvartal 22	positiv
2. kvartal 22	positiv
3. kvartal 22	positiv
4. kvartal 22	positiv
1. kvartal 23	positiv
2. kvartal 23	positiv
3. kvartal 23	positiv
4. kvartal 23	positiv
1. kvartal 24	svagt positiv
2. kvartal 24	neutral
3. kvartal 24	svagt negativ
4. kvartal 24	svagt negativ

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, hvis konjunkturuudviklingen fortsætter med at udvikle sig mere positivt end forventet.



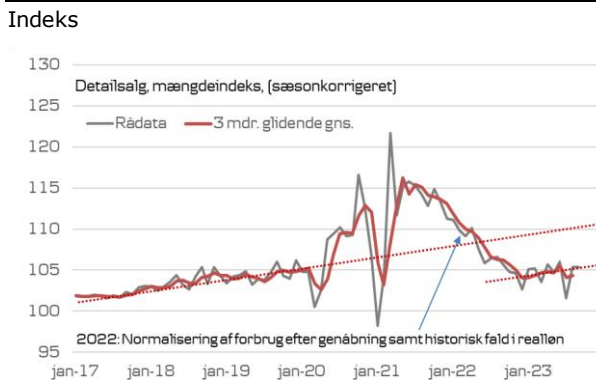
Signal for retail-ejendomme for 3. kvartal endte på svagt positiv



Signalet for 3. kvartal endte på **svagt positiv**, hvilket var tredje kvartal i træk, men denne gang med mindst mulig margin. Ovenstående signal harmonerer meget godt med rækken af økonomiske indikatorer for retail.

Hvis man starter med udviklingen i detailsalget, så er vi tilbage på en svagt stigende trend, svarende til årene før Corona-krisen, jf. figur 7. Det svage detailsalg i juli, som må tilskrives det dårlige vejr, var altså ikke starten på en ny afmatningsperiode.

Figur 7. Detailsalget fortsætter med at stige



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

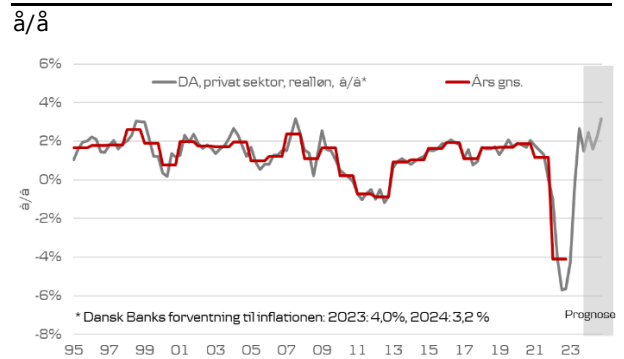
Der var også flere gode nyheder at hente, når man kigger på udviklingen i antallet af konkurser. Efter et højt antal af konkurser i både 4. kvartal 2022 og 1. kvartal 2023, er niveauet aftaget en hel del og i 3. kvartal var antallet af konkurser marginalt lavere end det historiske gennemsnit for perioden 2009-2023.

Til gengæld så kunne konjunkturindikatoren for retail-virksomheder og forbrugertilliden desværre ikke opretholde det positive momentum fra de forrige to kvartaler, idet begge indikatorer bevægede sig ligeud i 3. kvartal. Derudover, så viste tal fra Ejendom Danmark, at tomgangen steg til 7,2% i 3. kvartal fra 6,9% i 2. kvartal og således fortsat har en lille pil opad. Samme tendenser går igen i udbudsstatistikken fra ejendomstorvet, da udbudsprocenten – antal udbudte erhvervslokaler i procent af skønnet

byggemasse – steg til 3,0% i 3. kvartal fra 2,9% i 2. kvartal.

I forhold til den fremadrettede udvikling for detailsalget, så spiller udviklingen i reallønnen en stor rolle, og her var der gode nyheder. Ifølge foreløbige løndata fra DA steg lønnen med 4,8% å/å i 3. kvartal, og da inflationen kun steg med gennemsnitlige 2,1%, så blev det til en fremgang i reallønnen på 2,7% å/å. Det er den største kvartalsvise stigning i mere end 15 år. 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

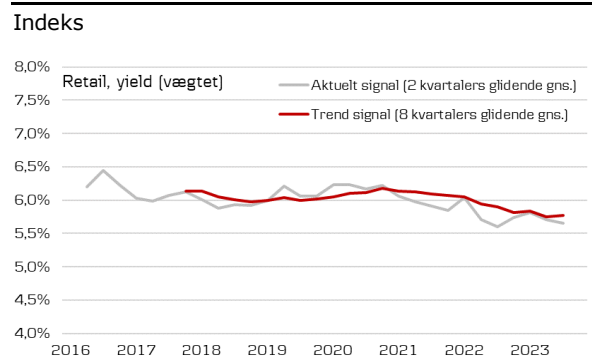


Kilde: DA, Danmarks Statistik og egne beregninger

Derudover så har mange danskere, som følge af den megen krisesnak, store økonomiske reserver at trække på. Det kan blive en vigtig buffer, hvis de konjunkturmæssige udfordringer bliver større end ventet.

Ifølge tabellen på forsiden, så var signalet for retail mere positivt end signalet for både kontor og boligudlejning, hvilket er første gang det er sket siden vi startede temperaturmålingen i 2020. Det skyldes en mindre negativ udvikling i det finansielle signal. I modsætning til boligudlejning og kontor, hvor afkastkravet er stigende, så viser vores data, at afkastkravet for retail bevæger sig ligeud, jf. figur 9 – men på nogle væsentligt højere niveauer end for både kontor og boligudlejning. Denne forskel skal formentlig ses i lyset af, at afkastkravet heller ikke faldt lige så meget i tiden med rekordlave renter.

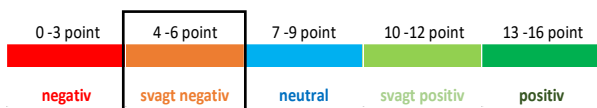
Figur 9. Udvikling i afkastkrav for hele landet



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata



Signal for boligudlejningsejendomme for 3. kvartal endte på svagt negativ

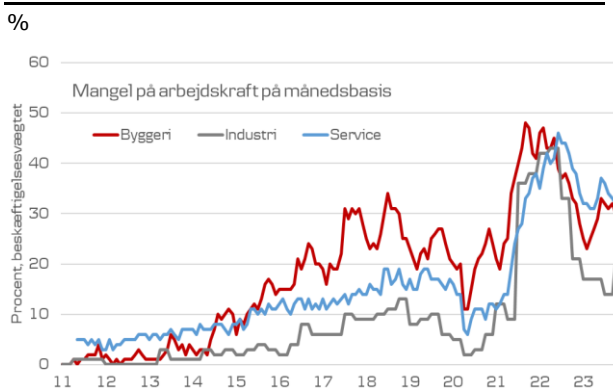


Signalet for boligudlejning endte på **svagt negativ** i 3. kvartal, hvilket er to nøk ned i forhold til 2. kvartal, hvor signalet lå på **svagt positiv**.

Hvis vi starter med det økonomiske signal, som dækker over udviklingen i tomgang og husleje, så endte signalet på **neutral** i 3. kvartal, et fald fra **svagt positiv** i 2. kvartal og **positiv** i 1. kvartal.

Normalt ville man nok forvente af ovenstående forværring ville tage afsæt i en tilsvarende afmatning på arbejdsmarkedet. Selvom bruttoledigheden, som omfatter dagpengemodtagere samt aktiverede personer på kontanthjælp, har været svagt stigende siden starten af 2022, så er niveauet fortsat lavt. Derudover så fortsætter beskæftigelsen med at stige og der er fortsat mangel på arbejdskraft i flere brancher, jf. figur 10.

Figur 10. Fortsat mangel på arbejdskraft i flere brancher

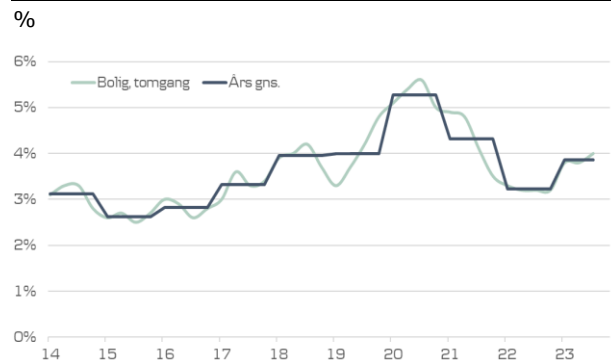


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Det som begynder at slå igennem, er, at der i flere af de større byer i Danmark – men ikke København – er blevet bygget mere, end hvad der indbyggermæssigt er dækning for. Det bekræfter data fra ejendom

Danmark, idet tomgangen indenfor boligudlejning har været svagt stigende i 2023, jf. figur 11.

Figur 11. Svagt stigende tomgang



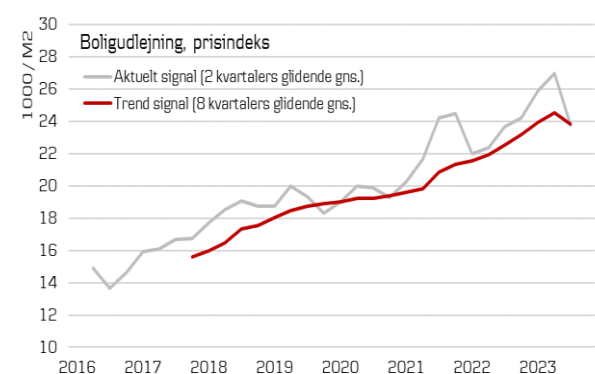
Kilde: Ejendom Danmark og egne beregninger

Kigger vi på det finansielle signal, som dækker over udviklingen i afkastkravet og ejendomsværdien, så endte det på **negativt** i 3. kvartal, et større fald fra **neutral** i 2. kvartal. Som vi skrev sidste gang, så var signalet for 2. kvartal nok lidt for positivt, som følge af en stor overvægt af vurderinger fra København, og det havde nok været mere retvisende hvis signalet for 2. kvartal var endt på **svagt negativt**. Set i det lys, er faldet denne gang mindre dramatisk og på linje med de sidste fire kvartaler, hvor det finansielle signal altså er faldet et nøk per kvartal.

Et af de delsignaler vi stillede os kritisk overfor sidst, var udviklingen i ejendomsværdien. I 2. kvartal viste vores vurderingsdata, at stigningen i ejendomspriserne var bremsset op, hvilket nok var en lidt for optimistisk udlægning af virkeligheden. Man da vores signaler er konstrueret, så de skal fange trends, så går der altså noget tid fra man observerer svagheder i markedet og til det slår fuldt igennem på vores signaler. Denne gang er der imidlertid ingen tvivl, jf. figur 12, idet vores prisindeks bekræfter de data, vi har fra Danmarks statistik, som jo altså viser et klart prisfald.

Figur 12. Udviklingen i prisen på boligudlejningsejendomme

Indeks



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

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 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