

Maj 2024



Temperaturmåling på markedet for investerings- og erhvervsejendomme

Signalet for kontor tog to nøk op til **svagt positivt** i 1. kvartal, trukket op af en pæn fremgang i det økonomiske signal, som omfatter udviklingen i tomgang og husleje. Det harmonerer godt med den fornyede fremgang i beskæftigelsen samtidig med, at der fortsat ikke er tegn på nogen negativ effekt fra øget brug af hjemmearbejde. Selvom boligudlejning endte på **neutral** (igen) i 1. kvartal, så er alt ikke status quo. Gennem de seneste kvartaler har det økonomiske signal tabt momentum og fortsætter det på den korte bane, så er det samlede signal i fare for at aftage yderligere. Retail fastholdt signalet på **svagt positivt** i 1. kvartal, uændret for femte kvartal i træk og understøttet af et stigende detailsalg.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 1. kvartal 2024

	Q1 - 2023	Q2 - 2023	Q3 - 2023	Q4 - 2023	Q1 - 2024
Kontor	svagt positiv	svagt positiv	neutral	svagt negativ	svagt positiv
Retail	svagt positiv	svagt positiv	svagt positiv	svagt positiv	svagt positiv
Bolig	svagt positiv	svagt positiv	svagt negativ	neutral	neutral

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

Svagt stigende renter fastholder opadgående pres på afkastkrav

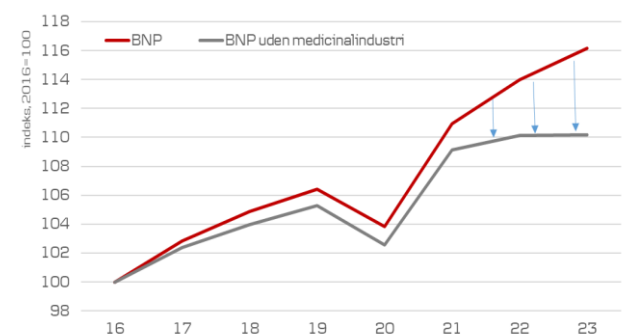
Den økonomiske aktivitet er svær at blive klog på for øjeblikket. Det ene øjeblik er dansk økonomi i teknisk recession efter to på hinanden følgende kvartaler med negativ vækst. Det næste øjeblik er recessionen aflyst samtidig med, at væksten nærmest eksploderede i årets sidste kvartal. Det betyder, at der ikke længere er nogen synlig afmatning at se i den økonomiske aktivitet. Det kan undre, for europæisk økonomi er gået i stå og normalt er udviklingen i dansk- og europæisk økonomi forholdsvis synkron, så hvordan giver det mening? Det skyldes den imponerende udvikling i dansk medicinalindustri.

Bruttoværditilvæksten i medicinalindustrien (i 2010-priser) steg med ca. 50% i både 2022 og 2023, og det har sat et stort positivt aftryk på dansk økonomi. Hvis man således tager medicinalindustrien ud af de økonomiske data, så forsvinder fremdriften og tilbage

står en økonomi, som ligesom den europæiske er gået i stå, jf. figur 1.

Figur 1. Uden medicinalindustrien var dansk økonomi gået i stå – ligesom den europæiske

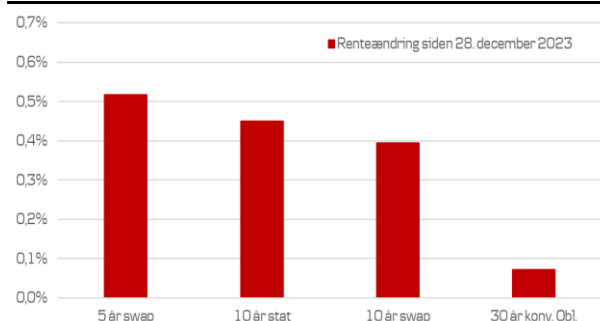
Indeks, 2016=100



Kilde: Macrobond Financial samt egne beregninger

Efter et større rentefald mod slutningen af 2023, så har rentepilen – indtil videre - peget svagt opad i 2024. Det gælder dog kun i mindre grad renten på den lange toneangivende realkreditobligation. Her er renten i skrivende stund (26. april) kun marginalt højere i forhold til årets start. Dermed er det indtil videre lykkedes at vride sig fri af de større stigninger, vi har set i de danske 10-årige stats- og swaprenter, jf. figur 2.

Figur 2. Renteændring siden 28. dec. 2023



Kilde: Danske analyse samt egne beregninger

Der er flere årsager til at rentepilen igen er begyndt at pege svagt opad. Den globale fremstillingssektor er på vej frem, de seneste inflationstal for USA har skuffet og lønstigningstakten er fortsat høj.

Spørgsmålet er så i hvor høj grad ovenstående ræsonnerer med 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 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
4. kvartal 23	neutral	svagt negativ
1. kvartal 24	svagt positiv	neutral

Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

*Korrigeret for geografisk skævhed

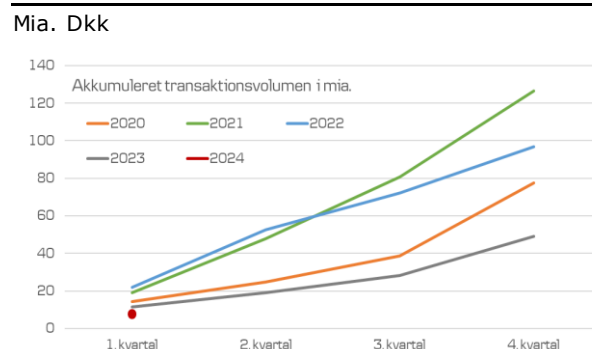
Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

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

Hvis vi starter med det økonomiske signal, så landede det på **svagt positivt** i 1. kvartal 2024, et nøk op i forhold til **neutral** i 4. kvartal 2023. Det virker måske lidt for positivt, når man tager udgangspunkt i den økonomiske aktivitet, som uden medicinalindustrien, er gået i stå, men som vi også fremførte i den seneste temperaturmåling, så er det arbejdsmarkedet, der er den vigtigste driver for det økonomiske signal, og her har udviklingen indtil videre været overraskende positiv i 1. kvartal 2024. Til gengæld kan man måske undre sig over, at det finansielle signal endte på **neutral**, et lille nøk op efter tre kvartaler med et

svagt negativt signal. Bedringen afspejles da heller ikke i volumen på transaktionsmarkedet, idet transaktionsvolumen endte på 7,6 mia. i 1. kvartal, jf. figur 3, som det sløjeste 1. kvartal i 10 år.

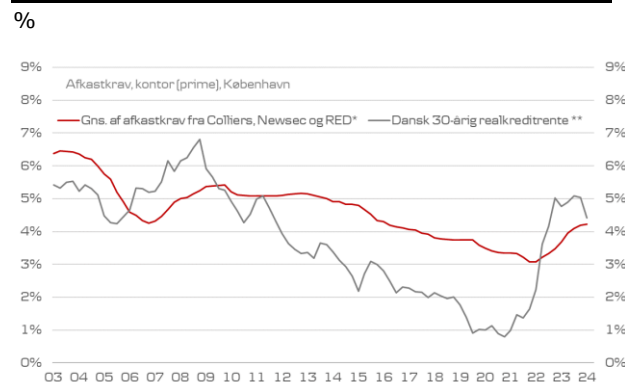
Figur 3. Transaktionsvolumen på lavblus



Kilde: Redata samt egne beregninger

Resultatet for det finansielle signal ræsonnerer imidlertid godt med udviklingen i erhvervsmæglerens afkastkrav for københavnske kontorejendomme. Efter større stigninger i både 2022 og 2023, så steg afkastkravet kun marginalt i 1. kvartal, jf. figur 4.

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



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

Figuren viser også at afkastkravet for prime kontorer i København i 1. kvartal 2024 kun er 20bp lavere end niveauet for den 30-årige realkreditrente. Historisk har afkastkravet ligget ca. 85 bp højere end den 30-årige realkreditrente. Dermed er der fortsat ca. 100 bp (1 %-point) op til det historiske gennemsnit. For lidt over et år siden lå forskellen mellem afkastkravet for prime kontorer i København og renten på en 30-årig realkreditobligation på -150 bp. (-1,50 %-point), så den positive historie er, at vi er mere end halvvejs i korrektionsprocessen. Vores rentestrategi forventer imidlertid tæt på uændrede lange realkreditrenter i resten af 2024, og hvis det er korrekt, så fortsætter det opadgående pres på afkastkravet. Det neutrale finansielle signal skal derfor i højere grad ses som en midlertidig pause snarere end tegn på en vending.

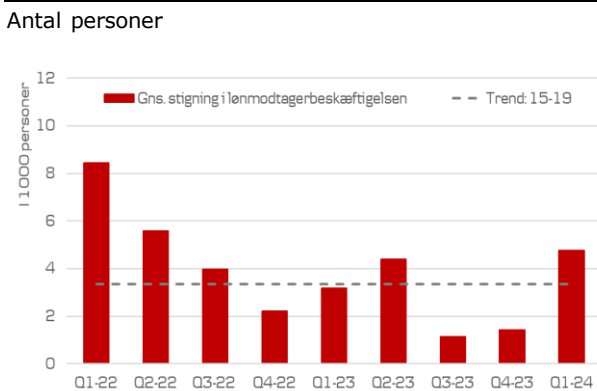


Signal for kontorejendomme for 1. kvartal endte på svagt positiv



Efter en mindre opbremsning af signalet i 2. halvår 2023 er signalet for 1. kvartal 2024 tilbage på **svagt positivt**. Fremgangen kan nok engang tilskrives det økonomiske signal, som dækker over udviklingen i tomgang og husleje, og som igen er tilbage på **svagt positivt**. Det harmonerer umiddelbart meget godt med udviklingen i beskæftigelsen, som efter en mindre opbremsning i 2. halvår af 2023, igen ser ud til at være på vej op i gear, jf. figur 5.

Figur 5. Beskæftigelsen igen på vej op i gear



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

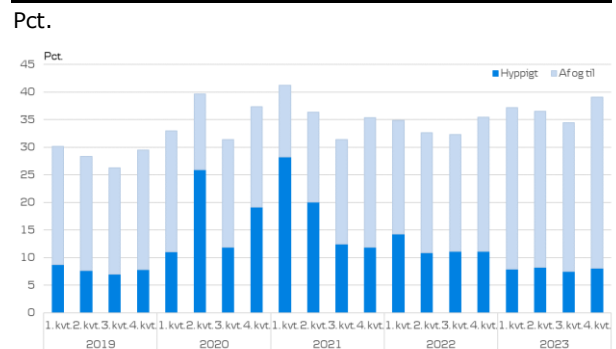
Data fra Ejendom Danmark og Ejendomstorvet er en anelse mere afdæmpet. Selvom data fra Ejendom Danmark viste, at tomgangen faldt til 6,9% i 1. kvartal 2024 fra 7,2% i 4. kvartal 2023, så er det generelle billede, at faldet i tomgangen er bremsede op, men på et niveau, som er tæt på det laveste niveau i den 10-årige periode, der er data for. Den samme tendens genfindes i udbudsstatistikken fra Ejendomstorvet. Selvom mængden af udbudte erhvervslokaler, i procent af den skønnede byggemasse, er steget marginalt gennem de sidste par kvartaler, så er niveauet fortsat lavt, idet vi skal tilbage til perioden umiddelbart før finanskrisen for at finde niveauer, som er lavere.

Der er også positive takter i Danmarks Statistiks nye huslejestatistik. Data starter primo 2021 og går frem til og med 1. kvartal 2024. Her bekræftes den positive

udvikling i huslejen, som vi også ser i vores egne vurderingsdata.

Et andet og vigtigt parameter, man bør følge tæt, er udviklingen i hjemmearbejde. I særligt de engelsksprogede lande har omfanget af hjemmearbejde haft et kraftigt negativt aftryk på kontormarkedet. Der er ikke tegn på, at det samme gør sig gældende i Danmark, men det er noget, man bør overvåge tæt. Det gør man i Danmarks Statistik, hvor man hvert kvartal tager temperaturen på omfanget af hjemmearbejde. Konklusionen er fortsat, at hjemmearbejde ikke fylder mere nu end før Coronakrisen, i hvert fald når vi kigger på de lønmodtagere, som "hyppigt" arbejder hjemmefra. Til gengæld er der lidt flere, som arbejder hjemmefra "af og til", jf. figur 6

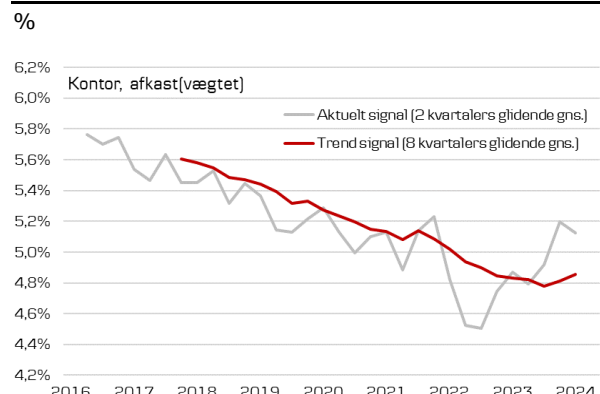
Figur 6. Få arbejder "hyppigt" hjemmefra, mens flere arbejder hjemmefra "af og til".



Anm.: "Hyppigt" omfatter personer, der har arbejdet hjemme mere end halvdelen af dagene i 4-ugersperioden op til interviewtidspunktet. "Af og til" omfatter personer, der har arbejdet hjemme mindst en gang, men mindre end halvdelen af dagene i 4-ugersperioden.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Det finansielle signal – afkastkrav og ejendomspris – endte på **neutral** i 1. kvartal 2024, hvilket er en mindre bedring efter et par kvartaler med et **svagt negativt** signal. Det afspejledes også i vores egne data for afkastkravet, som efter et par kvartaler med stigninger, bremsede op i 1. kvartal 2024, jf. figur 6.

Figur 6. Stigning i afkastkrav bremsede op i 1. kvartal 2024



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata



Signal for retail-ejendomme for 1. kvartal endte på svagt positiv



Signalet for 1. kvartal endte på **svagt positiv**, hvilket var femte kvartal i træk, og endnu engang med mindst mulig margin. I de sidste mange kvartaler har det især været det økonomiske signal, som har trukket op, idet det økonomiske signal har ligget på **svagt positiv** i de seneste 6 ud af 9 kvartaler. Til sammenligning har det finansielle signal ligget på **neutral** i de seneste 8 ud af 9 kvartaler. I den forstand var 1. kvartal 2024 ingen undtagelse. Det økonomiske signal endte på **svagt positiv** og det finansielle signal endte på **neutral**.

På mange måder harmonerer det økonomiske signal godt med den række af indikatorer for retail, som vi kigger på, og selvom de ikke alle sammen bevæger sig i samme retning, så er hovedindtrykket fortsat til den positive side. Hvis vi starter med detailsalget, så har vi i skrivende stund fået de to første måneder af 1. kvartal og de viste et mindre kvartalsvist fald på 0,5% i forhold til 4. kvartal 2023, jf. figur 7.

Figur 7. Detailsalget satte sig lidt i 1. kvartal



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Faldet kommer imidlertid efter en meget kraftig kvartalsvis stigning i 4. kvartal på ikke mindre end 3,5% k/k og i sådanne tilfælde er det naturligt at detailsalget sætter sig en smule i det efterfølgende kvartal. Med andre ord giver det mindre fald i årets første kvartal ikke anledning til bekymring.

Den underliggende fremdrift i detailsalget skyldes blandt andet den positive udvikling i reallønnen, som for andet kvartal i træk endte over 4%, hvilket er et historisk højt niveau. Det er et resultat af en historisk høj lønstigningstakt i 1. kvartal, idet den foreløbige opgørelse over lønudviklingen viste, at lønnen steg med historisk høje 5,3% å/å. Selvom inflationen steg til 1% i 1. kvartal, så gav det en reallønsfremgang på 4,3% å/å, på niveau med den historisk store stigning i 4. kvartal 2023, jf. figur 8.

Figur 8. Historisk positiv udvikling i realløn



Kilde: Ejendom Danmark og egne beregninger

Med til det positive billede hører også, at beskæftigelsen som tidligere nævnt fortsat er stigende. Derudover så er det også fortsat en buffer mod større negative stød til økonomien, særligt for den mere velstillede del af befolkningen, idet opsparingskvoten fortsat ligger på et relativt højt niveau.

Det er også positivt, at antallet af konkurser i aktive retail-virksomheder er tilbage på et niveau tæt på det historiske gennemsnit. Derudover steg forbrugertilliden i 1. kvartal, om end niveauet fortsat er behersket, mens tomgangen ifølge data fra Ejendom Danmark er faldet til 6,6% i 1. kvartal fra 7,0% i 4. kvartal efter to kvartalers stigning. Så selvom det kortsigtede signal for Ejendoms Danmarks tomgangsdata - målt ved et 2 kvartalers glidende gennemsnit - peger ligeud, så peger det langsigtede signal - målt ved et 8 kvartalers glidende gennemsnit - altså fortsat nedad.

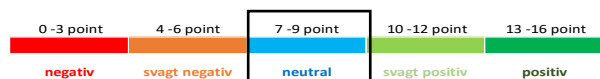
I modsat retning trækker data fra Ejendomstorvet, idet udbuddet af butikslokaler til leje, i procent af byggemassen, fortsatte med at stige svagt i 1. kvartal.

Sidst, men ikke mindst, er det værd at nævne den nye huslejestatistik fra Danmarks statistik. Den bekræfter de positive tendenser nævnt ovenfor, idet huslejen generelt har været stigende, en tendens vi også genfinder i vores vurderingsdata.

Som vi nævnte indledningsvist, så er der ikke de store nyheder i forhold til det finansielle signal for 1. kvartal, idet det (igen) endte på neutral. Det afspejler et afkastkrav, som bevæger sig sidelæns og svagt stigende ejendomsværdier.



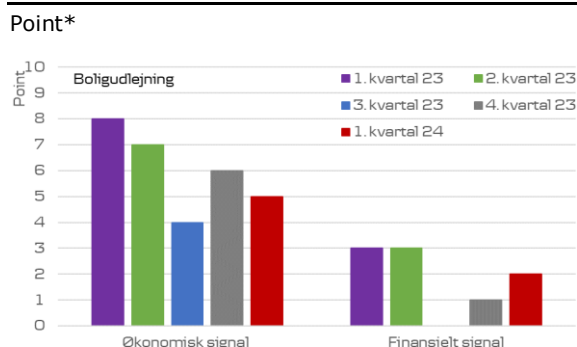
Signal for boligudlejningsejendomme for 1. kvartal endte på neutral



Signalet for boligudlejning endte på **neutral** i 1. kvartal, hvilket er uændret i forhold til 4. kvartal.

Endnu engang var det især det økonomiske signal, som bidrog med størstedelen af pointene, idet det finansielle signal kun scorede ganske få point, jf. figur 9

Figur 9. Det økonomiske signal trækker op – det finansielle signal trækker ned



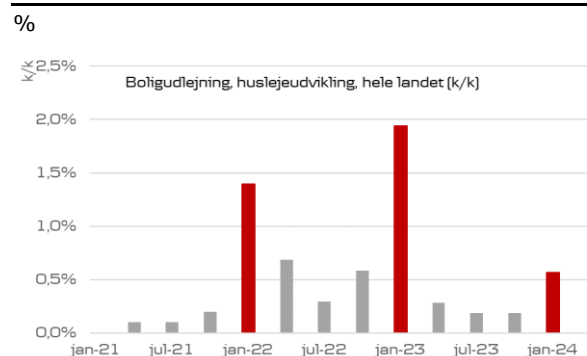
Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata, * I forhold til scoringen af point, så er der en forklaring på side 7.

Selvom det økonomiske signal holder boligudlejning oven vande, så er det også ganske tydeligt at antallet af point, som det økonomiske signal har skrabet sammen, har været svindende gennem de seneste kvartaler. Ifølge vores vurderingsdata for 1. kvartal 2024, så bevægede tomgangen sig ligeud samtidig med, at det positive momentum i huslejudviklingen tog lidt af. Begge tendenser bekræftes af data fra hhv. Ejendom Danmark og Danmarks Statistik.

Hvis vi starter med udviklingen i tomgangen, så har tomgangsdata fra Ejendom Danmark ligget stabilt omkring 3,5% gennem de seneste 5. kvartaler. De seneste data peger imidlertid svagt opad, idet tomgangen steg til 3,8% i 1. kvartal 2024 fra 3,4% i 4. kvartal 2023. I forhold til huslejudviklingen, så er det normalt, at man især ser en større opadgående

justering i årets første kvartal grundet indeksering af huslejekontrakterne. Det viser data fra Danmarks Statistik da også, jf. figur 10.

Figur 10. Huslejen stiger fortsat, men mere afdæmpet



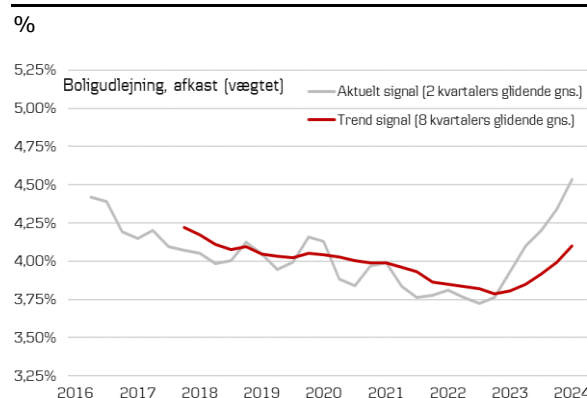
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Ovenstående graf viser den kvartalsvise stigning i huslejen, og vi har markeret søjlerne for første kvartal med rød. Det er således ganske tydeligt, at reguleringen er størst i 1. kvartal, og at justeringen i 2024 var en del lavere end reguleringerne i både 2022 og 2023. Det svarer til det, vi også observerede i vores vurderingsdata, nemlig at momentum fortsat er positiv om end aftagende.

En forklaring på hvorfor det økonomiske signal har tabt momentum i løbet af 2023 kan også kædes sammen med forværringen af byggebalancen i de fire største byer. En forværring af byggebalancen betyder, at der bliver bygget for meget i forhold til, hvad der er indbyggermæssig dækning for. Det var udtalt i Aarhus, Aalborg og Odense, hvorimod der kun var tale om en marginal forværring i København.

I forhold til det finansielle signal, så er det endnu en gang ikke mange point, der blev skrabet sammen. Det finansielle signal endte således på **svagt negativt** i 1. kvartal 2024, uændret i forhold 4. kvartal 2023. En af årsagerne er den fortsatte stigning i afkastkravet, jf. figur 11.

Figur 11. Afkastkrav fortsætter med at stige



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata og egne beregninger

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
Bernstoffsgade 40
1577 København V
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 samt kontor, og det er disse data, som danner baggrund for 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 indikerer 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 det en rød pil op. Ideen er, 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 negativt, neutralt, svagt positivt eller positivt 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