

August 2024



Temperaturmåling på markedet for investerings- og erhvervsejendomme

Ud fra data fra vurderingsspecialisterne i Realkredit Danmark har vi konstrueret et signal, som måler temperaturen for hvert af de tre segmenter - kontor, retail og boligudlejning. For hvert segment kan det samlede signal opsplittes i to delsignaler: Et økonomisk signal, som dækker over udviklingen i tomgang og husleje og et finansielt signal, som dækker over udviklingen i afkastkrav og ejendomsverdi. I 2. kvartal 2024 endte signalet for alle tre segmenter et nøk lavere end i 1. kvartal, jf. tabel 1. De lidt svagere signaler på tværs af de tre segmenter skyldes primært en forværring af det finansielle signal og afspejler den fortsatte tilpasning mod de senere års høje renteniveau.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 2. kvartal 2024

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

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

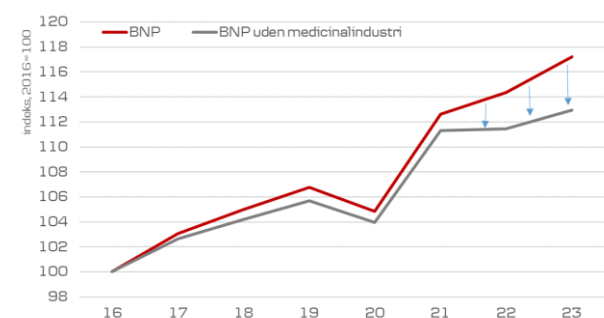
Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

Tilpasningen mod de senere års høje renteniveau fortsætter

I løbet af sommeren kom Danmarks Statistik med en større revision af nationalregnskabet og vanen tro, var der også denne gang store ændringer i data. En af de mest markante revideringer var en ganske voldsom opjustering af den økonomiske aktivitet for 2023, som nu pludselig er steget med 2,5% å/å fra tidligere mere beskedne 1,9% å/å. Det betyder, at historiefortællingen om at dansk økonomi uden medicinalindustrien var gået i stå ikke længere holder. Det positive vækstbidrag fra medicinalindustrien er fortsat betragteligt, men de reviderede data viser nu, at selv uden medicinalindustrien, så voksede dansk økonomi faktisk ganske pænt i 2023, jf. figur 2. Det var også lidt svært at forstå, hvordan beskæftigelsen har kunnet stige så meget i både 2022 og 2023, hvis der ingen vækst var i dansk økonomi udenfor medicinalindustrien.

Figur 1. Reviderede data viser at dansk økonomi voksede – uden medicinalindustrien – i 2023

Indeks, 2016=100



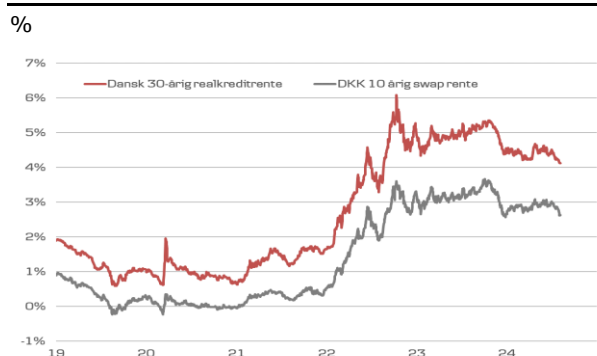
Kilde: Macrobond Financial samt egne beregninger

Den store usikkerhed i forhold til at fange udviklingen i den økonomiske aktivitet, har medført, at vi gennem længere tid har lagt større vægt på udviklingen i

beskæftigelsen og her er den positive fremgang fortsat i 1. halvår af 2024.

I forhold til renteutviklingen er det overordnede billede, at renten på længere løbetider siver nedad, men i et forholdsvis langsomt tempo, jf. figur 2

Figur 2. Renten på længere løbetider siver langsomt nedad



Kilde: Danske analyse samt egne beregninger

Der skal dog ikke særlig meget opdrift i renterne før det svage fald afløses af et overordnet billede af uændrede lange renter. Det skal også tilføjes at renterne på lange løbetider isoleret set steg i løbet af 2. kvartal i forhold til 1. kvartal, og at det først er i forbindelse med den senere tids uro på de finansielle markeder fra starten af august, at rentefaldet har fået fornyet momentum.

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
2. kvartal 24	svagt positiv	negativ

Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

* Korrigeret for geografisk skævrinding

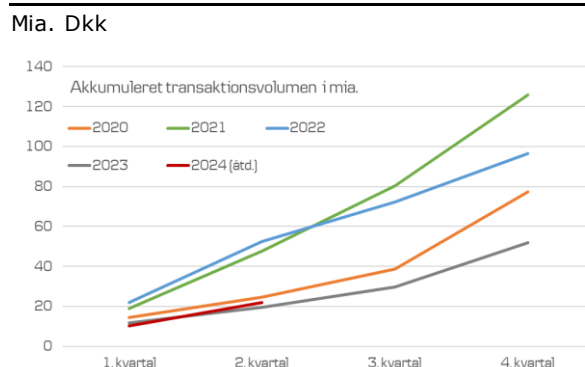
Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

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 2. kvartal 2024, uændret i forhold til 1. kvartal 2023 og det harmonerer således fint med den fornyet fremgang i beskæftigelsen i 1. halvår af 2024. Situationen er dog en ganske anden hvad angår det finansielle signal, som landede på

negativt i 2. kvartal, hvilket er den lavest mulige score. Det flugter godt med transaktionsmarkedet, idet volumen i 1. halvår 2024 endte på samme sløje niveau som i 2023, jf. figur 3.

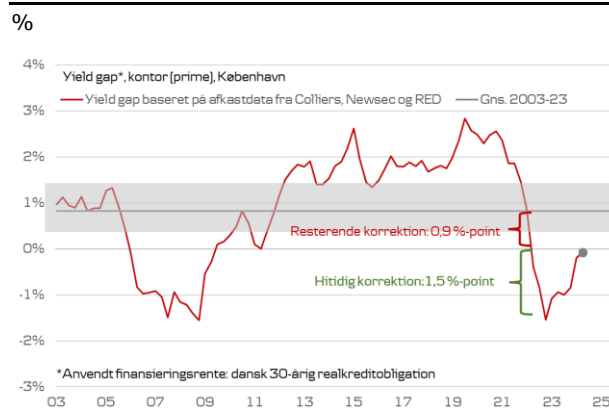
Figur 3. Transaktionsvolumen på lavblus



Kilde: Redata samt egne beregninger

Det finansielle signal har således været **negativt** eller **svagt negativt** i de seneste 4 ud af 5 kvartaler. Det vidner om den fortsatte tilpasning mod de senere års høje renteniveau. Så hvor langt er vi i denne tilpasnings proces? Her tager vi udgangspunkt i udviklingen i yield-gap'et for kontorejendomme i København og ser på, hvor langt det er fra det historiske gennemsnit. Vi beregner yield-gap'et, som forskellen mellem afkastkravet og renten på den toneangivende 30-årige realkreditobligation. Baseret på data til og med 2. kvartal har yield gap'et korrigeret med 1,5%-point, jf. figur 4.

Figur 4. kontor(prime) i København: yield-gap

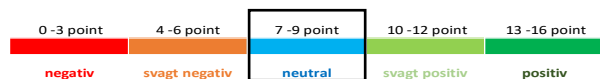


Kilde: RED C&W, Colliers, Newsec, Danske Bank samt egne beregninger

Hvis vi tager udgangspunkt i data til og med 2. kvartal 2024, så er 60% af tilpasningen tilendebragt, og vi mangler således "kun" de sidste 40%. Anvendes det aktuelle renteniveau (14. august), så er ca. 75% af tilpasningen tilendebragt. Da rentestrategerne fra Danske Banks (fortsat) forventer høje lange rente de kommende 12 måneder, så forventes tilpasningen i afkastkravet mod de senere års høje renteniveau at fortsætte. Det vil med andre ord sige, at der kan være risiko for yderligere stigninger i afkastkravet.



Signal for kontorejendomme for 2. kvartal endte på neutral



I 2. kvartal 2024 endte signalet på **neutral**, et nøk ned i forhold til 1. kvartal, hvor signalet lå på **svagt positivt**. Endnu engang var det især det økonomisk signal - som dækker over udviklingen i tomgang og husleje - som scorede hovedparten af pointene og det er der for så vidt ikke noget underligt i. Det afspejler blot udviklingen i beskæftigelsen, som i 1. halvår af 2024 voksede med gennemsnitlige ca. 4.000 personer om måneden og dermed er tilbage på den samme trendmæssige stigning, som karakteriserede årene inden Corona-krisen, jf. figur 5.

Figur 5. Beskæftigelsesfremgang fortsat

Antal personer



Kilde: Danmarks statistik og egne beregninger

Hvis vi dykker yderligere ned i detaljerne for det økonomiske signal, så var det især den positive udvikling i huslejen, som trak op. En udvikling, som også genfindes i den nye huslejestatistik fra Danmarks Statistik. Her steg huslejen indenfor kontor med 2,0% k/k i 2. kvartal, hvilket er den næststørste kvartalsvise stigning i perioden fra 2021. Til gengæld er vores signaler blevet mere afdæmpet, når det drejer sig om udviklingen inden for tomgang, idet signalet peger omtrent ligeud, dog med en relativt svag opadgående tendens. I data fra både Ejendom Danmark og Ejendomstorvet trækker data imidlertid mere klart i opadgående retning. Data fra Ejendom Danmark viste således, at tomgangen steg til 8,0% i 2. kvartal 2024 fra 7,3% i 1. kvartal 2023, jf. figur 6.

Figur 6. Ejendom Danmarks data viser stigende tomgang indenfor kontorejendomme

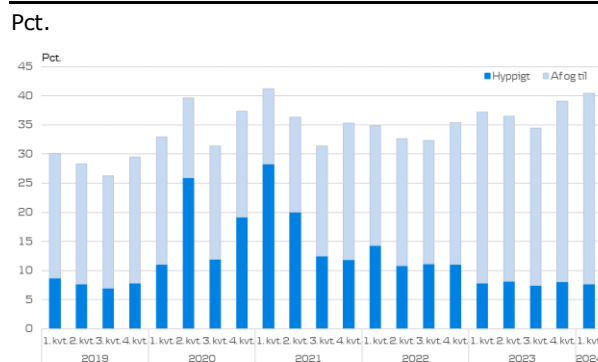


Kilde: Ejendom Danmark samt egne beregninger

Det er dog samtidig værd at bemærke, at stigningen sker fra et forholdsvist lavt historisk niveau. Den samme tendens genfindes i udbudsstatistikken fra Ejendomstorvet. Her fortsatte stigningen i mængden af udbudte erhvervslokaler, i procent af den skønnede byggemasse, for fjerde kvartal i træk og hvor stigningerne tidligere har været relativt små, så tog data denne gang et lidt større hop til 5,5% i 2. kvartal fra 5,2% i 1. kvartal. Niveauet er dog også her fortsat lavt i en historisk sammenhæng.

Udfordringerne knyttet til tomgangen skyldes dog ikke, at flere er begyndt at arbejde hjemmefra. Ifølge data fra Danmarks Statistik, hvor man hvert kvartal tager temperaturen på omfanget af hjemmearbejde, så er konklusionen 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 7.

Figur 7. Få arbejder "hyppigt" hjemmefra, mens flere arbejder hjemmefra "af og til".

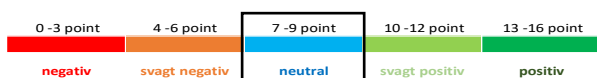


Anm.: "Hyppigt omfatter personer, der har arbejdet hjemme mere end halvdelen af dagene i 4-ugersperioden op til interviewtidspunktet. "Af og til" omfatter personer, der har arbejdet hjemme mindst en gang, men mindre end halvdelen af dagene i 4-ugersperioden.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Det finansielle signal - afkastkrav og ejendomspris - endte på **svagt negativt** i 2. kvartal 2024, et niveau, som det finansielle signal har ligget på i tre ud af de seneste fire kvartaler. Det vidner om at tilpasningen til de senere års høje renteniveau fortsætter.



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



Efter fem kvartaler i træk med et **svagt positivt** signal, så endte signalet for 2. kvartal et nøk ned, idet signalet endte på **neutral**. Det lille nøk ned er en simpel konsekvens af, at det finansielle signal gennem de seneste kvartaler har mistet lidt momentum og dermed faldt til **svagt negativt** efter at have ligget på **neutral** i 8 ud af de seneste 10 kvartaler.

Hvad angår det økonomiske signal, så er der ingen økonomisk smalhals, idet signalet scorede det samme antal point som i 1. kvartal. Dermed fortsætter den positive stime, idet det økonomiske signal har ligget på **svagt positiv** i de seneste 5 ud af 6 kvartaler. Det var altså bare ikke nok til at trække det samlede signal i positivt territorie denne gang.

På mange måder harmonerer det økonomiske signal godt med den række af indikatorer for retail, som vi kigger på, og selvom alle indikatorer ikke peger i samme retning, så er hovedindtrykket fortsat til den positive side. Hvis vi starter med detailsalget, så steg det med 0,7% k/k i forhold til 1. kvartal og dermed fortsætter stigningen, jf. figur 8.

Figur 8. Detailsalget steg (igen) i 2. kvartal



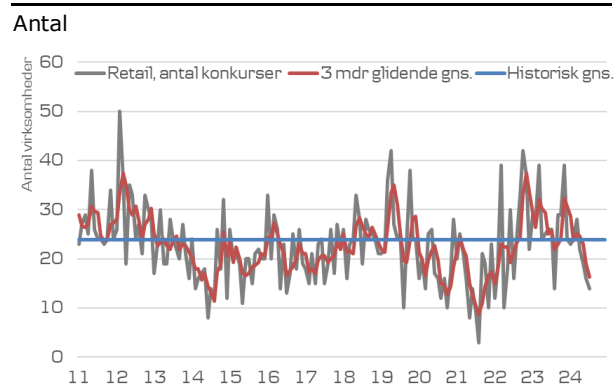
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Den underliggende udvikling i detailsalget understøttes fortsat af en imponerende hurtig genopretning af købekraften samt en positive beskæftigelsesudvikling. Tidligere var der også en buffer at trække på, idet opsparingskvoten var på et relativt højt historisk niveau og derfor kunne bruges som stødpude og holde

forbruget oppe, hvis mere udfordrende tider skulle dukke op. I forbindelse med revidering af nationalregnskabet er opsparingskvoten imidlertid blevet revideret ned, og dermed er denne buffer naturligvis også mindsket.

Stimen af positive økonomiske signaler kan også aflæses i konkursstatistikken, idet antallet af konkurer i aktive retail-virksomheder fortsætter med at falde og nu ikke kun er lavere end det historiske gennemsnit, men tæt på det laveste niveau i de sidste knap 13 år, jf. figur 9.

Figur 9. Antal konkurer i aktive retail-virksomheder fortsætter med at falde

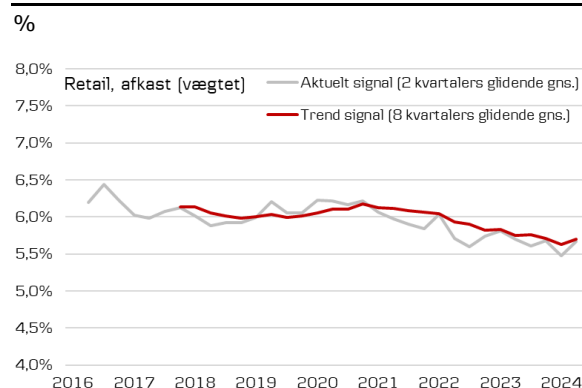


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Signalerne for Ejendom Danmarks tomgangsstatistik samt Ejendomstovets udbudsdata er fortsat en anelse mere afdæmpede. Begge datasæt har generelt peget opad, men stigningerne er dog bremset så meget op på det seneste, at bevægelserne nu er mere ligeud.

Som vi nævnte indledningsvist, så har der været et mindre momentumtab i forhold til det finansielle signal for 2. kvartal. Det gjaldt særligt afkastkravet, som oplevede et mindre opadgående pres, jf. figur 10.

Figur 10. Mindre opadgående pres på afkastkrav



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

Det ændrer dog ikke ved at vores vurderingsdata, i det store billede, fortsat afspejler en forholdsvis flad udvikling for afkastkravet indenfor retail.



Signal for boligudlejningsejendomme for 2. kvartal endte på svagt negativt

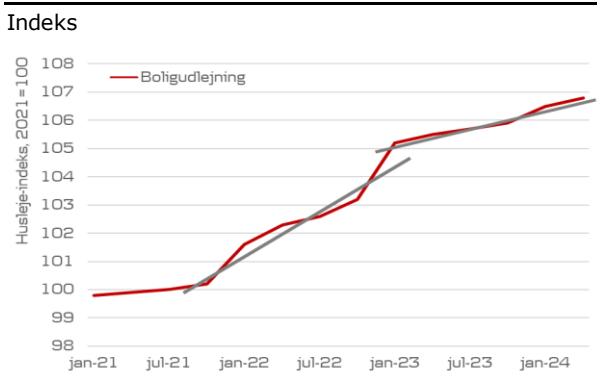


Signalet for boligudlejning endte på **svagt negativt** i 2. kvartal efter to på hinanden følgende kvartaler med et **neutral** signal. Selvom signalet således er et nøk mere negativt end tidligere, så lyder det af mere end det er, da det var med mindst mulig margin, idet der kun var 1 point til forskel mellem scoren i 2. kvartal (6 point) og 1. kvartal (7 point).

Det økonomiske signal har skiftet mellem **neutral** og **svagt positivt** gennem de seneste kvartaler, svarende til en mindre underliggende forbedring.

Det samme gør sig gældende, når man kigger på Danmarks Statistiks huslejestatistik for boligudlejning. Selvom huslejen fortsat stiger, så er stigningstakten gået ned i gear, jf. figur 11.

Figur 11. Fremdrift i huslejen er gået ned i gear



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

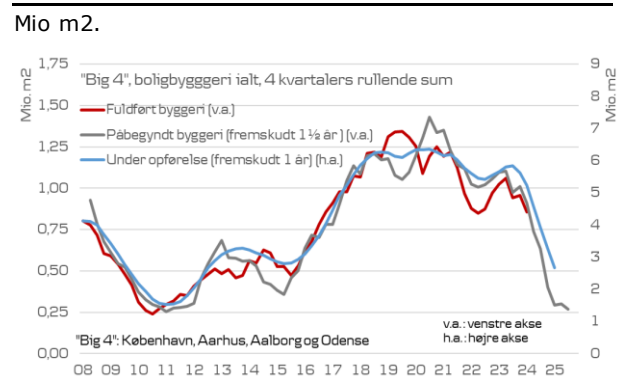
Det samme gælder de reviderede tomgangsdata fra Ejendom Danmark. Tomgangen faldt i 2. kvartal til 3,4% fra 3,7% i 1. kvartal og dermed fortsætter de seneste kvartalers svagt sivende trend. Det må dog også konstateres, at faldet er så svagt, at der ikke skal meget til før bevægelsen i stedet kan karakteriseres som en bevægelse ligeud.

Vi har flere gang nævnt den lave bruttoledighed, som en af de faktorer, som er med til at holde hånden

under markedet for boligudlejning. Det er imidlertid ikke den eneste faktor. I flere af de største byer er det nu billigere at bo i en lejelejlighed end at bo i en ejerlejlighed, og det er med til at forstærke den relative efterspørgsel efter lejeboliger fremadrettet.

På den helt korte bane er der også faktorer, som trækker i den anden retning. Det er velkendt, at der i flere af de større byer bliver bygget mere, end hvad der er indbyggermæssig dækning for. Det er imidlertid kun et spørgsmål om tid før bøtten vender, idet den fortsatte afmatning i nybyggeriet betyder, at der fremadrettet vil blive tilført færre og færre boligkv. til boligmarkedet i de største byer, jf. figur 12.

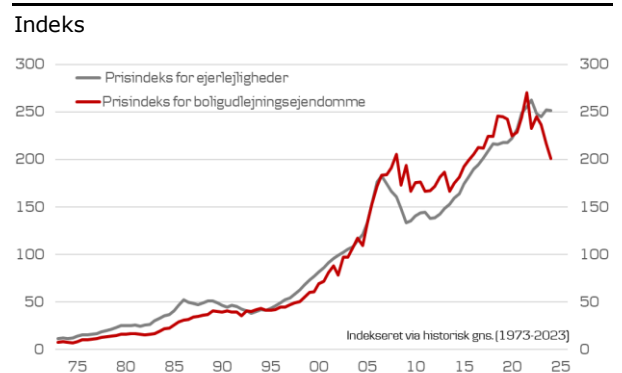
Figur 12. Afmatning i nybyggeri varsler yderligere afmatning i det fuldførte byggeri



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Det finansielle signal endte på **negativ** i 2. kvartal, hvilket er den lavest mulige score. Det betyder, at prisen på boligudlejningsejendomme falder og afkastkravet stiger. Hvor pilen på afkastkravet nok fortsat er op, så er vi mere i tvivl om prisudviklingen. Her skal man huske på, at der historisk har været en relativ synkron udvikling i prisudviklingen på leje- og ejerlejligheder, jf. figur 11. Så med mindre at prisen på ejerlejligheder begynder at falde, så må der vel snart dannes en bund under prisen på boligudlejningsejendomme?

Figur 11. Fortsætter asynkron bevægelse eller?



Kilde: Danmarks Statistik 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 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