



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 boligudlejning og kontor er det finansielle signal – afkastkrav og ejendomsværdi – fortsat udfordret af tilpasningen mod et højere renteniveau. I forhold til boligudlejning, så neutraliseres den negative effekt fra det finansielle signal (igen) af en positiv udvikling i det økonomiske signal – tomgang og husleje – og det samlede signal ender derfor på **neutral**. Desværre gælder det ikke for kontor, idet forværringen i det økonomiske signal fortsatte og dermed landede det samlede signal på **svagt negativ**. Signalet for retail er tilbage på **svagt positiv**, understøttet af en positiv udvikling i det økonomiske signal samtidig med at det finansielle signal ikke er udfordret på samme måde som for kontor og boligudlejning.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 3. kvartal 2024

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

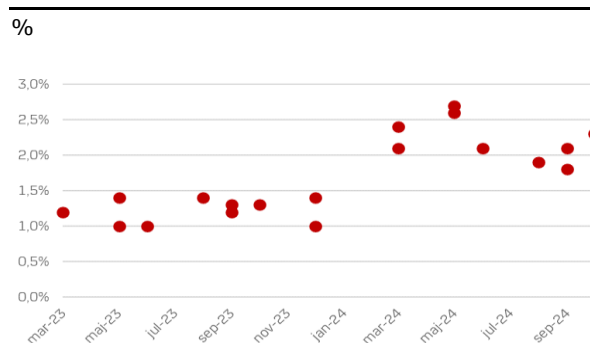
Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

Tilpasningen mod de senere års høje renteniveau fortsætter

Ultimo september kom der endnu en opjustering af væksten i dansk økonomi for 1. halvår af 2024, og dermed fortsætter udviklingen i den økonomiske aktivitet med at overraske positivt. Retter vi blikket bagud, så har forventningerne til BNP-væksten i 2024 bølget lidt frem og tilbage. Hvis vi tager udgangspunkt i forventningerne fra vores egne økonomer samt økonomerne i Nationalbanken, Centraladministrationen samt Vismændene, så lå forventningerne til BNP-væksten i 2024 mellem 1-1,5% i det meste af 2023. Det ændrede sig imidlertid i mere positiv retning da vi kom ind i 2024 og siden foråret 2024 har de løbende forventninger til BNP-væksten i 2024 i hele trækolængder ligget mellem 2,0-2,5%, altså en stigning på ca. 1%-point og dermed tæt på en fordobling af vækstforventningerne, jf. figur 1.

Figur 1. Løbende forventning til BNP-væksten i 2024



Kilde: Nationalbanken, Økonomiministeriet, Vismændene, Danske Bank og egne beregninger

Der er imidlertid fortsat stor usikkerhed knyttet til udviklingen i den økonomisk aktivitet. Derfor lægger vi større vægt på udviklingen i beskæftigelsen og her er den positive udvikling desværre bremset op. Det er

ikke nødvendigvis et tegn på, at den økonomiske aktivitet også halter, men snarere et udtryk for at fremgangen altså kan håndteres uden, at der nødvendigvis er brug for markant flere hænder. Det har økonomerne argumenteret for igennem længere tid, og nu ser vi altså de første tegn derpå.

I forhold til renteutviklingen er det overordnede billede fortsat, at renterne falder, jf. figur 2

Figur 2. Renterne fortsætter med at falde



Kilde: Danske analyse samt egne beregninger

Rentefaldet i 3. kvartal var drevet "fra fronten" af rentekurven, hvilket betyder, at renterne på de korte FlexLån® faldt mest, og det er helt i tråd med de historiske erfaringer, når Centralbankerne begynder at sænke de pengepolitiske renter. I skrivende stund har Nationalbanken nedsat den pengepolitiske rente i tre omgange til det aktuelle niveau på 2,85%.

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
3. kvartal 24	svagt positiv	svagt negativ

* Korrigeret for geografisk skævvridning

Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

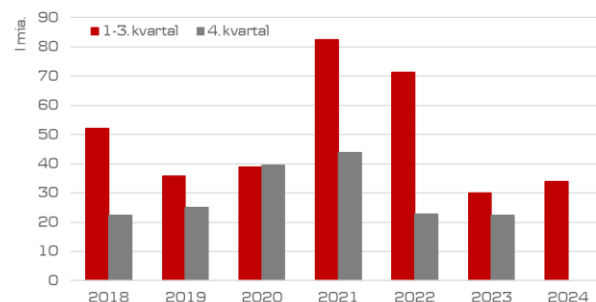
For en nærmere beskrivelse af målemetoden henvises til bagerst i analysen.

Hvis vi starter med det økonomiske signal, så landede det på **svagt positiv** i 3. kvartal 2024, uændret for tredje kvartal i træk, men "kun" et enkelt point fra **neutral**. Det harmonerer også fint i forhold til opbremsningen i beskæftigelsen. Ser man på det finansielle signal, så landede det på **svagt negativ**, og

det er femte gang ud af de seneste seks kvartaler, at udviklingen er negativ, hvilket vidner om, at tilpasning mod et højere renteniveau fortsatte i 3. kvartal. Det er samme signal, der kommer fra transaktionsmarkedet, idet volumen i de første tre kvartaler af 2024 endte tæt på samme lave niveau som i 2023, jf. figur 3.

Figur 3. Transaktionsvolumen på lavblus

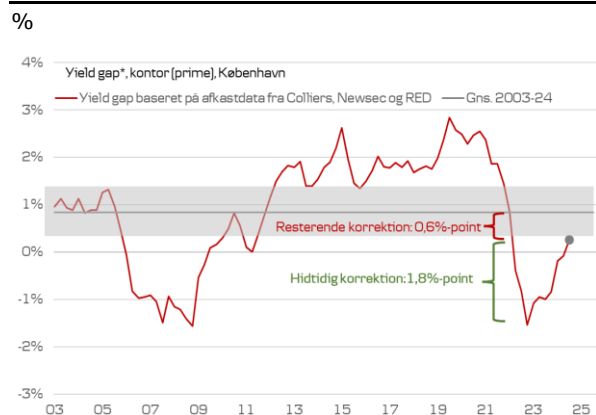
Mia. Dkk



Kilde: Redata samt egne beregninger

Så hvor langt er vi kommet i tilpasningsprocessen? 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 3. kvartal har yield gap'et korrigeret med 1,8%-point, jf. figur 4.

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

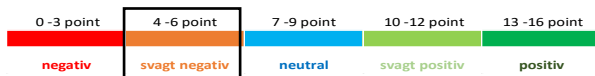


Kilde: RED C&W, Colliers, Newsec, Danske Bank samt egne beregninger

Hvis vi tager udgangspunkt i data til og med 3. kvartal 2024, så er ca. 75% af tilpasningen tilendebragt, og vi mangler således "kun" de sidste 25%. Anvendes det aktuelle gennemsnit for 4. kvartal (til og med 6. november), så er ca. 85-90% af tilpasningen tilendebragt. Selvom der således fortsat er et mindre stykke vej i forhold til det historiske niveau for yield gap'et, så er vi trods alt så langt i korrektionsprocessen, at vi for alvor begynder at kunne skimte "lyset for enden af tunnelen".



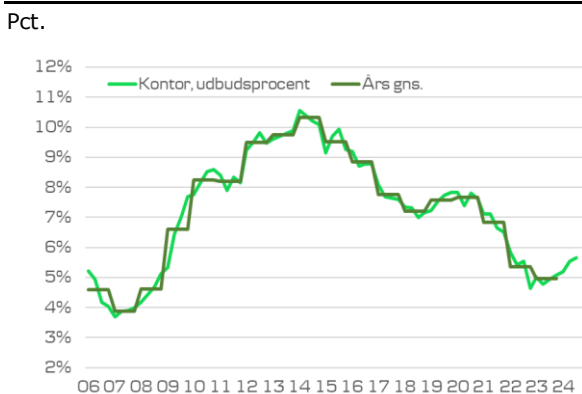
Signal for kontorejendomme i 3. kvartal endte på svagt negativ



I 3. kvartal 2024 endte signalet på **svagt negativ**, et nøk ned i forhold til 2. kvartal, hvor signalet lå på **neutral**, og to nøk lavere end ved årets start, idet signalet lå på **svagt positiv** i 1. kvartal. Forværringen skyldes især et større momentum tab i det økonomisk signal. Kigger man på de enkelte delsignaler – tomgang og husleje – som tilsammen udgør det økonomiske signal, så peger data fra Realkredit Danmarks vurderingsdatabase på en stigende tomgang samt en husleje, som bevæger sig ligeud.

Ovenstående udvikling i tomgangen bekræftes af data fra både EjendomDanmark og Ejendomstorvet. Ifølge tomgangsstatistikken fra EjendomDanmark steg tomgangen til 8,3% i 3. kvartal 2024 fra 8,1% i 2. kvartal 2024. Samme tendenser genfindes i data fra Ejendomstorvet. Her steg udbuddet af kontorlokaler, både når man måler på antallet af kontorkvm. samt, når man måler i procent af skønnet byggemasse. I procent af skønnet byggemasse steg tomgangen til 5,7% i 3. kvartal 2024 fra 5,5% i 2. kvartal 2024, jf. figur 5.

Figur 5 Ejendomstorvets opgørelse viser stigende tomgang indenfor kontorejendomme



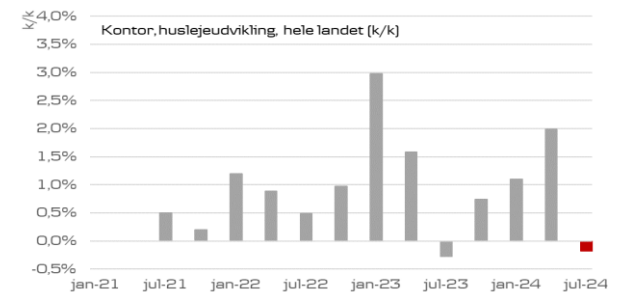
Kilde: Ejendomstorvet samt egne beregninger

Selvom tomgangen således er på vej op, så er det værd at bemærke at stigningerne sker fra niveauer, som i et historisk perspektiv er relativt lave.

Udover den stigende tomgang, så viser vores vurderingsdata, at de tidligere stigninger i huslejen er bremset op. De samme tendenser genfindes, men i mindre grad, i huslejestatistikken fra Danmarks Statistik. Efter en huslejeregulering i 2. kvartal, som var den næsthøjeste i den korte periode der er data for (2021-24), så faldt huslejen i 3. kvartal med 0,2% (k/k) i forhold til 2. kvartal, jf. figur 6.

Figur 6. Huslejen faldt marginalt i 3. kvartal

Pct.



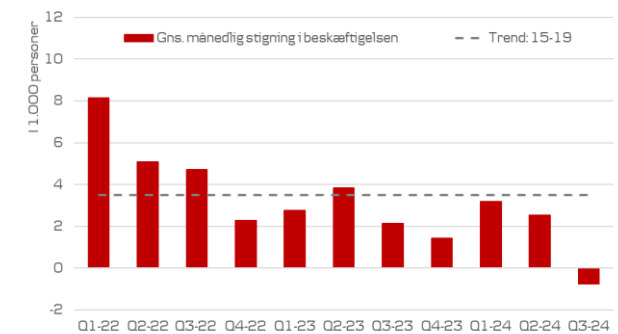
Kilde: Danmark Statistik samt egne beregninger

Ifølge Danmarks Statistik er den underliggende udvikling imidlertid fortsat positiv, idet huslejen var 3,7% (å/å) højere end for et år siden.

Forværringen i det økonomiske signal afspejles også i udviklingen i beskæftigelsen, figur 7.

Figur 7. Beskæftigelsesstigning bremser op

Antal personer.



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Selvom ovenstående harmonerer fint med afmatningen i det økonomiske signal, så skal det tages med et gran salt. Der meldes fortsat om mangel på arbejdskraft i flere sektorer af økonomien samtidig med, at der kan forekomme revideringer af de seneste måneders beskæftigelsesdata.

Det finansielle signal – afkastkrav og ejendomspris – endte på **svagt negativ** i 3. kvartal 2024, et niveau, som det finansielle signal har ligget på i fire ud af de seneste fem kvartaler. Det vidner om, at tilpasningen mod de senere års høje renteniveau fortsatte for fuld kraft i 3. kvartal.



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



Efter et enkelt kvartal med et signal på **neutral**, så er signalet i 3. kvartal 2024 tilbage på **svagt positiv**. Det er først og fremmest fordi det finansielle signal er tilbage på **neutral** i 3. kvartal 2024, hvor det har ligget i 9 ud af de seneste 11. kvartaler, og et nøk op i forhold til 2. kvartal 2024, hvor det finansielle signal lå på **svagt negativ**.

Hvad angår det økonomiske signal, så fortsætter den positive stime, idet det økonomiske signal har ligget på **svagt positiv** i de seneste 6 ud af 7 kvartaler.

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 0,6% (k/k) i forhold til 2. kvartal og dermed fortsætter stigningen, jf. figur 8.

Figur 8. Detailsalget steg (igen) i 3. kvartal



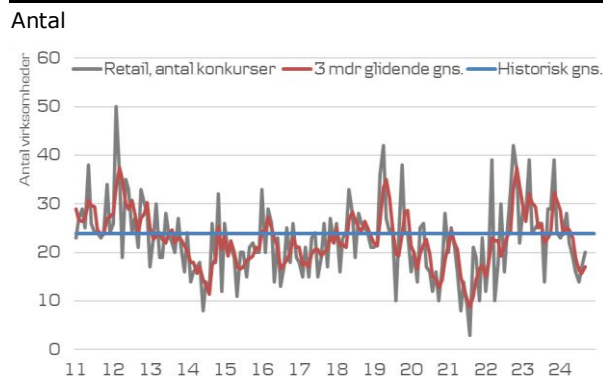
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Den underliggende udvikling i detailsalget understøttes af en kraftig forbedring af købekraften, og hvis man ellers tør stole på data for opsparingskvoten, så fortsætter danskerne med at spare op. Dermed er der altså igen en stødpude i forhold til eventuelle negative stød, som måtte ramme forbrugerne.

Stimen af positive økonomiske signaler kan også aflæses i konkursstatistikken, idet antallet af

konkurer i aktive retail-virksomheder fortsat ligger på, hvad der er tæt på det laveste niveau i de sidste knap 13 år, jf. figur 9.

Figur 9. Antal konkurer i aktive retail-virksomheder ligger fortsat på et lavt niveau



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

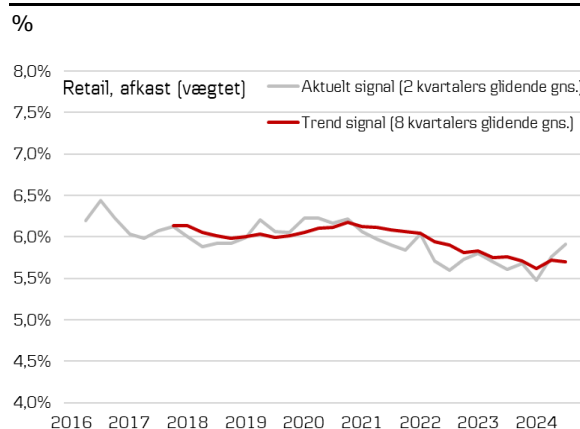
Huslejestatistikken fra Danmarks Statistik bekræfter også den positive udvikling, idet huslejen i 3. kvartal steg med 0,3% (k/k) i forhold til 2. kvartal 2024 og med 1,9% (å/å) i forhold til 3. kvartal 2023.

I forhold til udviklingen i tomgang, så stritter data fra diverse udbydere lidt i alle retninger. Ifølge vores egne vurderingsdata fra Realkredit Danmark, så er det tidligere fald i tomgangen bremset op og bevæger sig nu ligeud. Udbudsdata fra Ejendomstorvet viser, at den tidligere stigning er bremset op og ifølge EjendomDanmark, så er stigningen i tomgangen først for alvor ved at tage fat.

Andre indikatorer, så som forbrugertilliden er mere afdæmpet, idet den kraftige forbedring i 2023 er blevet aflyst af en bevægelse ligeud i 2024.

Som vi nævnte indledningsvist, så er det finansielle signal tilbage på **neutral** i 3. kvartal. Det afspejles også i det langsigtede (trend) signal for udviklingen i afkastkravet, som igen peger ligeud, jf. figur 10.

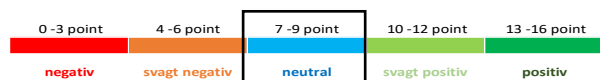
Figur 10. Uændret trend signal for afkastkravet



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata



Signal for boligudlejningsejendomme i 3. kvartal endte på neutral



Signalet for boligudlejning er tilbage på **neutral** i 3. kvartal, og her har det ligget i 3 ud af de seneste 4 kvartaler. I det forrige kvartal - 2.kvartal - var signalet et nøk lavere, idet det lå på **svagt negativ**, men selv dengang, var det altså med mindst mulige margin.

Selvom det økonomiske signal (igen) endte på **svagt positiv** i 3. kvartal 2024, så er der denne gang nogen mindre forskelle i de underliggende delsignaler, som det er værd at være opmærksom på.

Med afsæt i vurderingsdata fra Realkredit Danmark, så er signalerne for tomgang fortsat positive. Det er en tendens, der også genfindes i tomgangstatistikken fra EjendomDanmark, idet tomgangen faldt til 3,1% i 3. kvartal fra 3,4% i 2. kvartal, jf. figur 11.

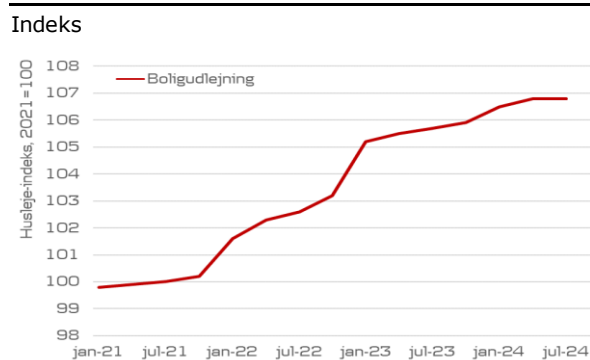
Figur 11. Tomgang falder



Kilde: EjendomDanmark og egne beregninger

Når det kommer til udviklingen i huslejen, så viser vores vurderingsdata, at den tidligere så positive udvikling er ved at bremse op. De samme tendenser gør sig gældende, når man kigger på Danmarks Statistiks huslejestatistik for boligudlejning. Huslejen var således uændret i 3.kvartal 2024 relativt til 2. kvartal 2024, og det er første gang, det sker i den periode, vi har data for i perioden 2021-2024, jf. figur 12.

Figur 12. Ingen fremdrift i huslejen i 3. kvartal



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Der er dog flere faktorer, som fortsat understøtter en positiv udvikling i huslejen. Et af argumenterne er den lave, om end stigende bruttoledighed. 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. Det er med til at forstærke den relative efterspørgsel efter lejeboliger fremadrettet.

På den 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 boligkvm. til boligmarkedet i de største byer.

Det finansielle signal – afkastkrav og ejendomsværdi – endte på **svagt negativ** i 3. kvartal, og dermed har det finansielle signal været til den negative side i fem kvartaler i streg. Fremadrettet peger pilen lidt i forskellige retninger, når det kommer til afkastkravet og ejendomsværdien. Historisk, har der været en relativ synkron udvikling i prisudviklingen på leje- og ejerlejligheder, jf. figur 13, så hvis ikke prisen på ejerlejligheder begynder at falde, så forventer vi en snarlig bund under ejendomsværdierne for boligudlejningsejendomme. Afkastkravet vil derimod nok forsætte med at stige en lille smule yderligere.

Figur 13. Høje priser på ejerlejligheder sikrer bund under prisen for boligudlejningsejendomme



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

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 erhvervsvurderings-system 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

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.