

Februar 2024



Temperaturmåling på markedet for investerings- og erhvervsejendomme

Signalet for kontor tog et nøk ned til **svagt negativt** i 4. kvartal. Et tegn på at afmatningen i beskæftigelsesfremgangen begynder at slå igennem samtidig med at tilpasningen mod et højere renteniveau fortsætter. Boligudlejning tog derimod et lille nøk op til **neutral** i 4. kvartal, og her er det først og fremmest det økonomiske signal – tomgang og husleje – som fortsat holder det samlede signal oven vande. Retail fastholdt signalet på **svagt positivt** i 4. kvartal, uændret for fjerde kvartal i træk og var igen det segment som scorede højest. Det skyldes især en mere positiv udvikling i det finansielle signal – afkastkrav og ejendomsværdi.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 4. kvartal 2023

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

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

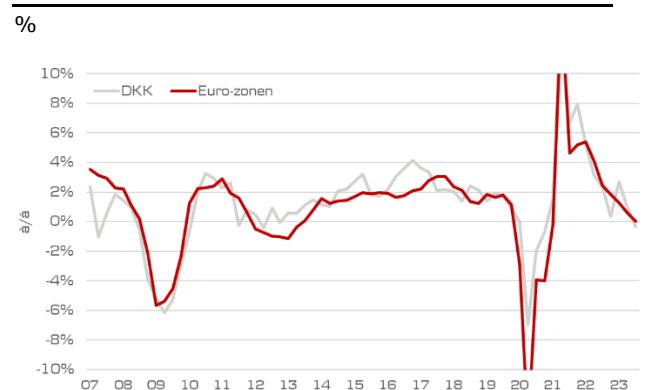
Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

Fra sneglefart og høje renter til teknisk recession og rentefald

Det er velkendt at dansk økonomi er bremset op i de seneste kvartaler og havde det ikke været for den positive udvikling i medicinalindustrien, så havde opbremsningen været endnu tydeligere. Vi har tidligere brugt ordet sneglefart, når vi skulle beskrive udviklingen i dansk økonomi. Denne betegnelse er efterhånden en anelse for positiv, idet dansk økonomi efterhånden er bremset så meget op, at den er gået i stå. Det var særlig tydeligt i både 2. og 3. kvartal, hvor den kvartalsvise vækst var negativ og med to på hinanden følgende kvartaler med negativ vækst, så er den tekniske definition for recession opfyldt. De to negative vækstkvartaler medfører også, at år-til-år væksten er negativ, hvilket betyder, at den økonomiske aktivitet nu er lavere end for et år siden. Selvom dansk økonomi kom bedre gennem Coronakrisen end europæisk økonomi, så er dansk

økonomi en lille åben økonomi, og følger derfor, i hele trækolængder, udviklingen i europæisk økonomi, jf. figur 1.

Figur 1. Dansk – og europæisk økonomi gået i stå



Kilde: Macrobond Financial samt egne beregninger

Det var imidlertid ikke den økonomiske afmatning i europæisk- og dansk økonomi, som var katalysatoren bag det kraftige rentefald mod slutningen af 2023, jf. figur 2. I stedet må rentefaldet krediteres den gunstige udvikling i den underliggende inflation. Det har styrket troen på, at inflationen kommer tilbage på sporet, selv med et robust arbejdsmarked og en høj lønstigningstakt, og det åbnede for alvor sluserne op for forventningen til pengepolitiske rentenedsættelser.

Figur 2. Fald i realkreditrenterne



Kilde: Danske analyse samt egne beregninger

Fra årsskiftet er en mindre del af rentefaldet imidlertid reverseret, idet flere centralbankrepræsentanter – især europæiske – har forsøgt at slå "koldt vand i blodet" i forhold til markedsforventningerne.

Ovenstående resonerer meget godt i forhold til 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 ejendomsverdi -
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

Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

*Korrigeret for geografisk skævrinding

Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

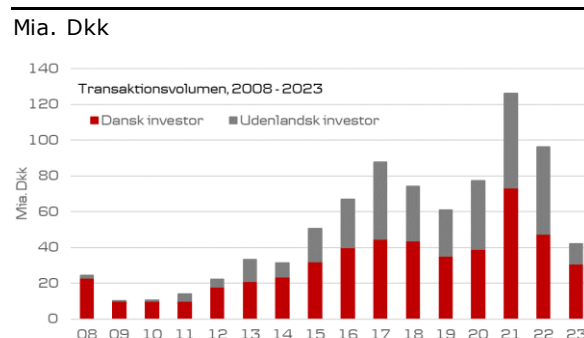
For en nærmere beskrivelse af målemetoden henvises til bagerst i analysen.

Det økonomiske signal er bremsset relativt kraftigt op de seneste to kvartaler. Fra **positiv** i 2. kvartal via **svagt positiv** i 3. kvartal til **neutral** i 4. kvartal. Signalet flugter dermed fint med udviklingen i den økonomiske aktivitet, som jo er gået i stå, men er nok en anelse for negativt i forhold til udviklingen på arbejdsmarkedet. Beskæftigelsen er i gang med at bremse op, men er ikke gået i stå, så baseret alene på udviklingen på arbejdsmarkedet skulle det økonomiske signal nok i stedet ligge et sted mellem **svagt positiv** og **neutral**. Det finansielle signal endte på **svagt**

negativt for tredje kvartal i træk og dermed fortsætter de negative effekter, afledt af høje realkreditrenter.

Det afspejles også i transaktionsmarkedet, hvor der på forhånd var knyttet store forhåbninger til den velkendte 4. kvartalseffekt. Transaktionsvolumen for 4. kvartal blev da også årets bedste, men samtidig det svageste 4. kvartal siden 2014. Det samme gjorde sig gældende for det samlede transaktionsvolumen, som endte på 42 mia. i 2023, jf. figur 3.

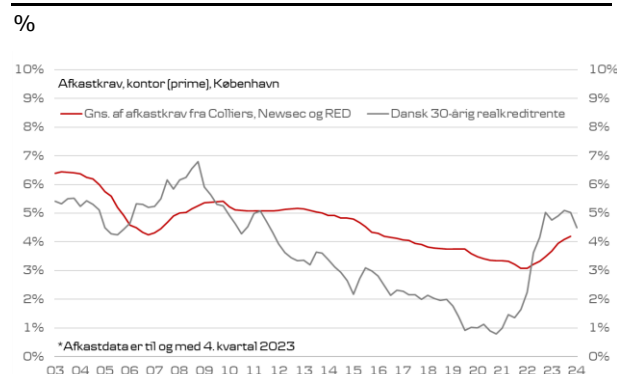
Figur 3. Transaktionsvolumen på lavblus



Kilde: Redata samt egne beregninger

I forhold til afkastkravet, så tager vi udgangspunkt i afkastkravet for københavnske kontorejendomme og her markerede mæglerne afkastkravet yderligere op i 4. kvartal. Da den gennemsnitlige rente på en 30-årig realkreditobligation var marginalt lavere i 4. kvartal, jf. figur 4, så blev differencen mellem de to mindsket til - 85 bp. (-0,85 procentpoint).

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



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

Renten på en 30-årige realkreditrente ligger i skrivende stund på ca. 4,5% og holder det niveau i resten af 1. kvartal 2024 så skal afkastkravet kun stige marginalt før forskellen er 0 bp. Historisk har afkastkravet imidlertid ligget 100 bp. højere end den 30-årige realkreditrente, og dermed er der altså fortsat 100 bp. (1 procentpoint) op til det historiske gennemsnit. Så mon ikke det opadgående pres på afkastkravet forsætter en rum tid endnu.



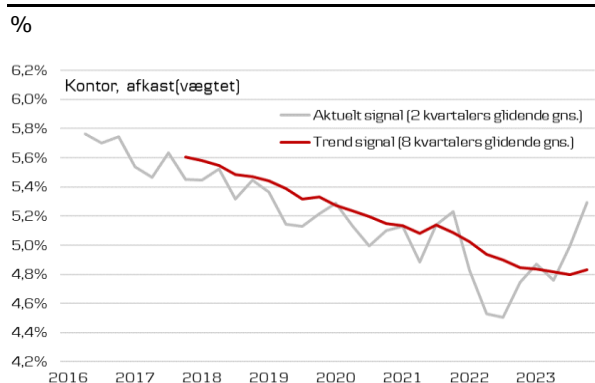
Signal for kontorejendomme for 4. kvartal endte på svagt negativ



Opbremningen i signalet for kontorejendomme fortsatte i 4. kvartal, idet det samlede signal endte på **svagt negativt**, et nøk nedad i forhold til 3. kvartal, hvor signalet lå på **neutral**, og to nøk nedad i forhold til 1. kvartal, hvor signalet lå på **svagt positivt**.

Det finansielle signal – afkastkrav og ejendomspris – forblev uændret på **svagt negativt** i 4. kvartal, og det bekræftes da også af afkastkravet, som er fortsat med at stige, jf. figur 5

Figur 5. Udvikling i afkastkrav for hele landet



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

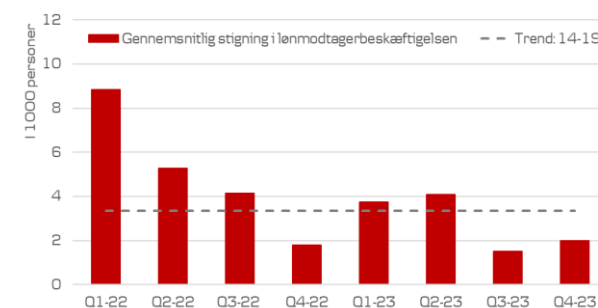
Forværringen kommer således primært fra det økonomiske signal – tomgang og husleje – som endte på **neutral** i 4. kvartal fra **svagt positivt** i 3. kvartal.

Opbremningen er også tydelig i tomgangsstatistikken fra Ejendom Danmark og udbudsstatistikken fra Ejendomstorvet. Ifølge Ejendom Danmark steg tomgangen til 7,1% i 4. kvartal fra 6,7% i 3. kvartal, en stigning på 0,4%-point, hvilket er den største kvartalsvis stigning siden 3. kvartal 2019, hvor Coronakrisen rasede. Selvom tomgangen er på vej opad, så er niveauet dog fortsat lavt i en historisk sammenhæng. Den samme konklusion kommer man til, hvis man betragter udbudsdata for Ejendomstorvet. I 4. kvartal steg antallet af kvadratmeter til salg til 1,42 mio. fra 1,36 mio. i 3. kvartal, altså en stigning på ca. 65.000 m², hvilket igen er den største stigning

siden Coronakrisen. Det skal dog nævnes, at hvis man i stedet ser på de udbudte kontorlejemål i procent af byggemassen, så er stigningen væsentlig mere afdæmpet. I forhold til arbejdsmarkedet, er fremgangen i lønmodtagerbeskæftigelsen også bremsat op, men den er ikke gået i stå, jf. figur 6.

Figur 6. Lønmodtagerbeskæftigelsen bremser op

Antal personer



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

På den baggrund kunne man godt argumentere for at det økonomiske signal nok snarere skulle have ligget et sted mellem neutral og svagt positiv.

Meget afhænger også af, hvordan man konstruerer sine signaler i form af, hvor hurtigt man lader ændringer slå igennem. I vores temperaturmålinger har vi ofte anvendt prognoser over udviklingen i beskæftigelsen, som en grov indikator for fremtidsperspektiverne for det økonomiske signal. I denne model slår ændringer relativt langsomt igennem og det bærer signalerne også præg af. Vi har opdateret modellen med den seneste prognose fra vores økonomer fra december 2023, som nu også går helt frem til 2025, jf. tabel 3.

Tabel 3. Signal fra beskæftigelsesmodel

Kontor	signal
1. kvartal 23	positiv
2. kvartal 23	positiv
3. kvartal 22	positiv
4. kvartal 23	svagt positiv
1. kvartal 24	svagt positiv
2. kvartal 24	neutral/svagt negativ
3. kvartal 24	neutral/svagt negativ
4. kvartal 24	neutral/svagt negativ
1. kvartal 25	neutral
2. kvartal 25	neutral
3. kvartal 25	neutral
4. kvartal 25	neutral

Kilde: Realkredit Danmark

Usikkerheden i forhold til økonomiske prognoser er imidlertid høj. Afmatningen i beskæftigelsen kan både trække ud og blive dybere. Den kan også fortsætte med at overraske positivt, hvis ellers konjunkturerne udvikler sig mere positivt end forventet og/eller gennemslaget fra vækstafmatningen til arbejdsmarkedet overdøves af andre faktorer.



Signal for retail-ejendomme for 4. kvartal endte på svagt positiv



Signalet for 4. kvartal endte på **svagt positiv**, hvilket var fjerde kvartal i træk, og igen med mindst mulig margin. Signalet harmonerer godt med den række af indikatorer for retail, som vi kigger på. Selvom indikatorerne stritter lidt i alle retninger, så er hovedindtrykket fortsat til den positive side.

En af de indikatorer, som trækker kraftig op, er udviklingen i detailsalget. I skrivende stund, hvor vi har fået de første to måneders data for 4. kvartal, så er detailsalget steget imponerende 4,8% i forhold til 3. kvartal. Det er den største stigning siden genåbningen og betyder, at detailsalget er tilbage på den svagt stigende trend, som var gældende før Coronakrisen, jf. figur 7.

Figur 7. Detailsalg tilbage på gammel trend



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Det er egentlig ikke så underligt, at detailsalget udviklede sig så positivt i 4. kvartal. Den foreløbige opgørelse over lønudviklingen for 4. kvartal viste, at lønnen steg med 4,7% å/å i 4. kvartal og med en inflation på sølle 0,5%, giver det en reallønsfremgang på 4,3% å/å. Det er den største fremgang i den periode, vi har data for, hvilket vil sige de sidste 30 år. Det var imidlertid ikke kun reallønnen, som bidrog positivt til udviklingen. Som vi allerede har beskrevet, så bidrog en stigende beskæftigelse også til fremgangen.

Man kan derfor undre sig over, at forbrugertilliden har ligget uændret igennem 2. halvår af 2023. Til gengæld steg konjunkturindikatoren for retail igen i 4. kvartal efter to kvartaler på uændret niveau.

Men der er også data, som trækker i en knap så positive retning. Ifølge data fra Ejendom Danmark, så steg tomgang til 7,6% i 4. kvartal fra 7,2% i 3. kvartal og tomgangen er nu steget to kvartaler i træk. Den samme tendens sås i udbudsstatistikken fra ejendomstorvet. Her steg antallet af udbudte erhvervslokaler igen i 4. kvartal, jf. figur 8.

Figur 8. Stigende udbud af butiklokaler til salg

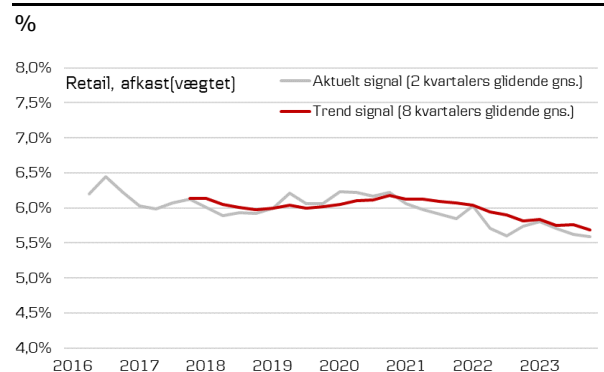


Kilde: ejendomstorvet og egne beregninger

Stigningen i antallet af butiklokaler til salg i 4. kvartal var dog mere afdæmpet end i de foregående kvartaler og havde man i stedet kigget på udbuddet i procent af byggemassen, så var den uændret i 4. kvartal.

I temperaturmålingen for 3. kvartal var signalet for retail mere positivt end signalet for både kontor og boligudlejning. Det var første gang det skete siden vi startede temperaturmålingen i 2020 og det gentog sig i 4. kvartal. Endnu engang var årsagen en mere positiv udvikling i det finansielle signal. I modsætning til boligudlejning og kontor, hvor afkastkravet er stigende, så viser vores data fortsat, at afkastkravet for retail bevæger sig ligeud, jf. figur 9 – men på nogle 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.

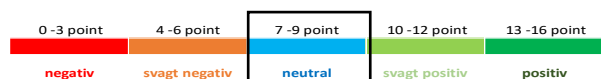
Figur 9. Udvikling i afkastkrav for hele landet



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata



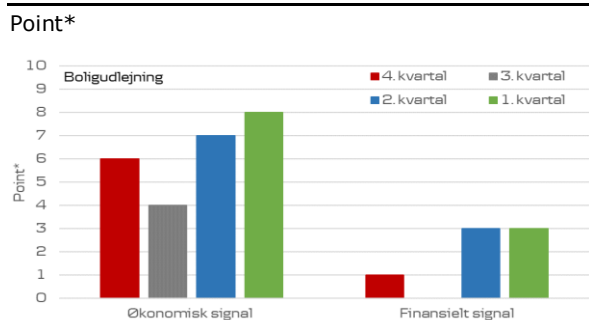
Signal for boligudlejningsejendomme for 4. kvartal endte på neutral



Selvom signalet for boligudlejning endte på **neutral** i 4. kvartal, hvilket er et nøk op i forhold til 3. kvartal, hvor signalet lå på **svagt negativt**, så var det med mindst mulig margin.

De underliggende tendenser har imidlertid ikke ændret sig synderligt de seneste kvartaler. Det er fortsat det økonomiske signal – tomgang og husleje – som trækker op, hvorimod det finansielle signal – afkastkrav og ejendoms værdi – generelt trækker ned, jf. figur 10.

Figur 10. Det økonomiske signal trækker op – det finansielle signal trækker ned



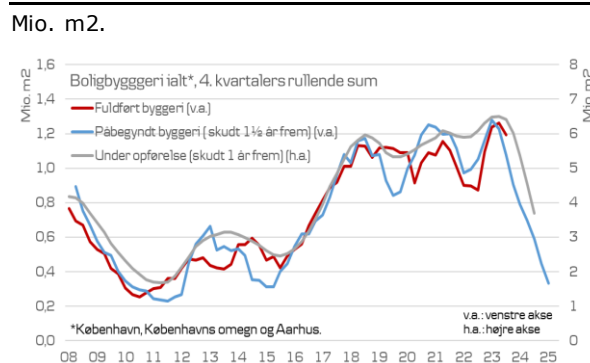
Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata, * I forhold til scoringen af point, så er der en forklaring på side 7.

Der er ikke noget overraskende i ovenstående. En af de vigtigste drivere i forhold til det økonomiske signal er udviklingen på arbejdsmarkedet, da et positivt jobmarked er et godt udgangspunkt i forhold til at kunne betale huslejen. Jobmarkedet er fortsat positivt og selvom stigningen i beskæftigelsen er gået ned i gear, så fortsætter den med at stige samtidig med, at der fortsat er mangel på arbejdskraft, om end aftagende, indenfor flere brancher.

En anden vigtig faktor er udviklingen i byggebalancen, som udtrykker, om der bliver bygget for meget eller for lidt i forhold til, hvad der er indbyggermæssigt behov for. Den øjeblikkelige status er, at der er bygget for lidt i København, Københavns omegn er i balance, hvorimod der er bygget for meget i Aarhus. Men store

ændringer er på vej. Selvom det fuldførte byggeri fortsat ligger på et meget højt niveau, så er det påbegyndte byggeri styrtdykket gennem de sidste to år, og det vil medføre en tilsvarende nedgang i det fuldførte byggeri, jf. figur 11. Byggebalancen står således overfor en kraftig bedring i de kommende år.

Figur 11. Det påbegyndte byggeri er styrtdykket



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

I forhold til det finansielle signal, så er det ikke mange point, der er blevet skrabet sammen, idet afkastkravet er steget og ejendoms værdien faldet gennem det meste af 2023. Hvis man ser på afkast-gabet, altså forskellen mellem afkastkravet på boligudlejning og den 30-årige realkreditrente, så er der et stykke vej, før markedet er i balance. Det mest sandsynlige er derfor, at afkastkravet skal yderligere op, hvilket samtidig lægger et fortsat nedadgående pres på ejendomspriserne.

Der er imidlertid også en anden faktor - prisudviklingen på ejerlejligheder - som kan trække i den anden retning. Historisk har prisudviklingen på leje- og ejerlejligheder været relativt synkron, jf. figur 12, så hvis den positive prisudvikling for ejerlejligheder fortsætter, kan det også smitte positivt af på boligudlejningsejendomme. Det er dog vores økonomers holdning at det nok snarere vil være prisen på ejerboliger, som vil falde tilbage, særligt i København, men intet er skrevet i granit, når det kommer til økonomiske forudsigelser.

Figur 12. Prisen på leje-vs. ejerlejligheder



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
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 støt 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 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