



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. Baggrundtæppet denne gang var igen ganske positivt. Stigningen i beskæftigelsen er fortsat, afkastkravet har tilpasset sig det nye og højere renteniveau, og transaktionsvolumen for 1. halvår 2025 var markant bedre end i samme periode i både 2023 og 2024. De positive tendenser skinner da også igennem i vores temperaturmåling, idet både det økonomiske- og finansielle signal på tværs af de tre segmenter – kontor, retail og boligudlejning – igen endte på **svagt positiv**. Kigger vi på de enkelte segmenter, så endte boligudlejning igen på **svagt positiv**, hvorimod både kontor og retail landede på **neutral**. Det hører dog med til historien, at i begge tilfælde var signalet blot et enkelt point fra at lande på **svagt positiv**, så vi var faktisk relativt tæt på den totale "grønne bølge".

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 2. kvartal 2025

	Q2 - 2024	Q3 - 2024	Q4 - 2024	Q1 - 2025	Q2 - 2025
Kontor	neutral	svagt negativ	svagt negativ	neutral	neutral
Retail	neutral	svagt positiv	neutral	svagt positiv	neutral
Bolig	svagt negativ	neutral	svagt positiv	svagt positiv	svagt positiv

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

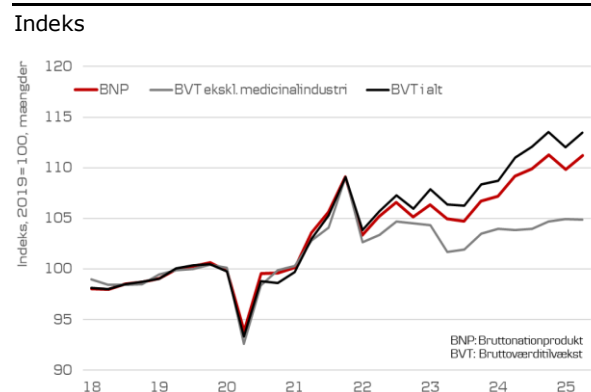
Fremgang forsatte i 2. kvartal 2025

Historiefortællingen omkring dansk økonomi har været særdeles positiv i de senere år. Normalt er udviklingen i dansk- og europæisk økonomi forholdsvis synkron, men sådan har det - heldigvis - ikke været siden Corona-krisen. Hvor europæisk økonomi har bevæget sig fremad med sneglefart, så er dansk økonomi accelereret så kraftigt, at væksttempoet i store træk har fuldt amerikansk økonomi. Medicinalindustrien har stået for en stor del af fremgangen, men ikke hele fremgangen, for også udenfor medicinalindustrien er det gået fremad i de sidste par år.

Sådan var historiefortællingen, i hvert fald lige indtil en større revision af nationalregnskabet for perioden 2021-24 ramte i løbet af sommeren. Der var tale om en ganske markant nedjustering af den økonomiske aktivitet. Dansk økonomi haltede nu pludselig markant bagefter amerikansk økonomi, og samtidig så var det

positive vækstbidrag udenfor medicinalindustrien pludselig borte, jf. figur 1.

Figur 1. Tæt på ingen vækst i dansk økonomi uden medicinalindustrien

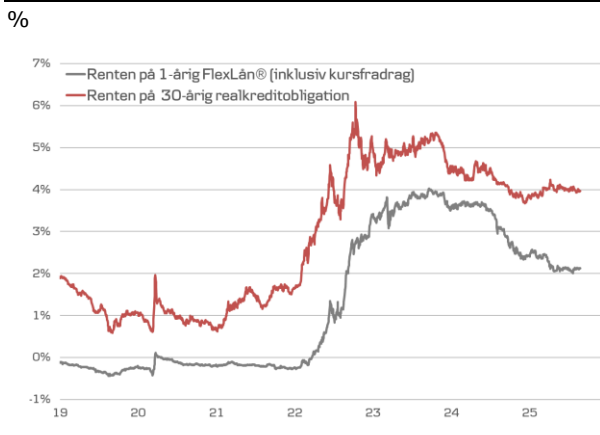


Kilde: Danmarks statistik samt egne beregninger

Flere økonomer har udtrykt skepsis i forhold til de reviderede nationalregnskabstal, og det forstås man godt. Det virker underligt, at der ikke skulle have været nogen vækst udenfor medicinalindustrien, særligt når man tænker på den positive udvikling i beskæftigelsen, som jo også er sket udenfor medicinalindustrien. Beskæftigelsen er således re-accelereret i de seneste 3 kvartaler og er igen tilbage på trend-væksten fra perioden før Corona-krisen.

På rentemarkederne har der til gengæld ikke været de store bevægelser, idet både de korte - og lange realkreditrenter har bevæget sig sidelæns, jf. figur 2.

Figur 2. Både korte- og lange realkreditrenter har bevæget sig ligeud på det seneste



Kilde: Danske Bank samt egne beregninger

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
4. kvartal 24	neutral	neutral
1. kvartal 25	svagt positiv	svagt positiv
2. kvartal 25	svagt positiv	svagt positiv

Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

* Korrigeret for geografisk skævhed

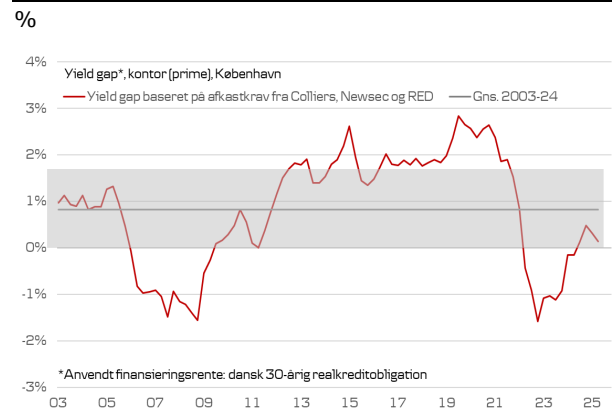
Note: For en nærmere beskrivelse af målemetoden henvises til bagerst i analysen

Hvis vi starter med det økonomiske signal, så er det en lille smule "business as usual", idet det økonomiske signal endte på **svagt positiv** i 2. kvartal 2025, hvor det har ligget i 5 ud af de seneste 6 kvartaler. Det kommer ikke som nogen overraskelse for os, da det harmonerer ganske godt med den førnævnte positive udvikling i beskæftigelsen.

Denne gang er der også tale om "business as usual", når det kommer til udviklingen i det finansielle signal. Det landede (igen) på **svagt positiv** i 2. kvartal 2025 og ligesom i 1. kvartal 2025, så endte det finansielle signal kun på **svagt positiv** med lavest mulig margin, og igen var det boligudlejning som "trak det store læs".

Ovenstående harmonerer også meget godt med udviklingen i det såkaldte yield gap for københavnske kontorejendomme, som vi måler som forskellen mellem afkastkravet og den 30-årige realkreditrente. Her ses det, at vi fortsat er relativt tæt på det historiske gennemsnit, jf. figur 3.

Figur 3. Kontor, København: yield gap

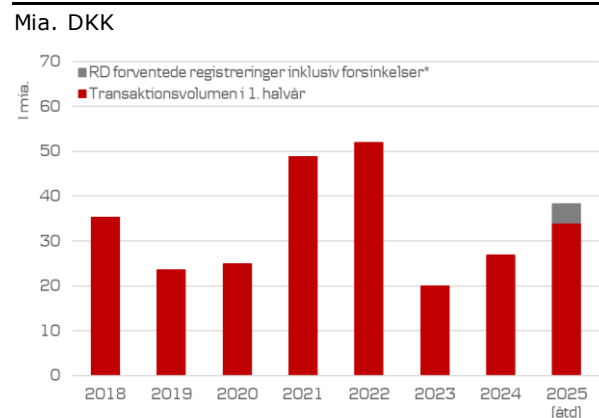


Kilde: RED C&W, Colliers, Newsec, Danske Bank samt egne beregninger

Når yield gap'et i ovenstående figur er faldet en lille smule igennem de seneste kvartaler, så skyldes det både en mindre stigning i den 30-årige realkreditrente samt et marginalt fald i afkastkravet for københavnske kontorejendomme.

Den positive udvikling bekræftes også af data for transaktionsvolumen, idet vi har været vidne til en markant forbedring i 1. halvår 2025 relativt til samme periode i både 2023 og 2024, jf. figur 4

Figur 4. Markant bedring af transaktionsvolumen for 1. halvår af 2025 relativt til 2023 og 2024



Kilde: Redata samt egne beregninger, * 4,2 mia. i forsinkede indberetninger



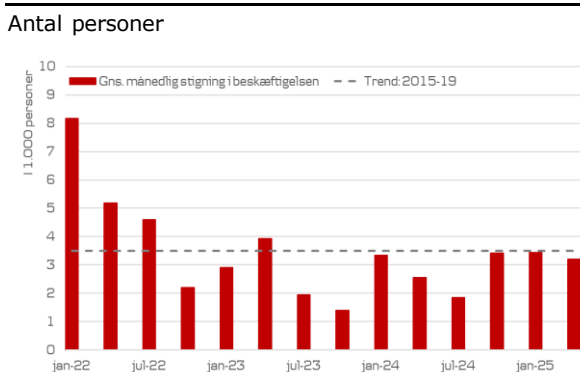
Signal for kontorejendomme i 2. kvartal endte på neutral



Det samlede signal for 2. kvartal 2025 endte på **neutral**, uændret i forhold til 1. kvartal 2025, og altså et nøk opad i forhold til 2. halvår 2024, hvor signalet lå på **svagt negativ**. Hvis man dykker ned i detaljerne, så er de underliggende signaler for både det økonomiske og finansielle signal i 2. kvartal 2025 identiske med signalerne for 1. kvartal 2025.

Hvis vi starter med det økonomiske signal, så endte det igen på **neutral** i 2. kvartal 2025, hvor det altså har ligget i 4 ud af de seneste 5 kvartaler. Kigger man på udviklingen i beskæftigelsen, så kan man undre sig over, at det ikke går bedre. Selvom man skal være varsom med at konkludere alt for meget på baggrund af de seneste måneders data for beskæftigelsen, da de fortsat er under revidering, så er det nuværende øjebliksbillede ganske positivt. I flere kvartaler steg beskæftigelsen således mindre end trenden før Corona krisen, men vi er nu tilbage på trend, jf. figur 5.

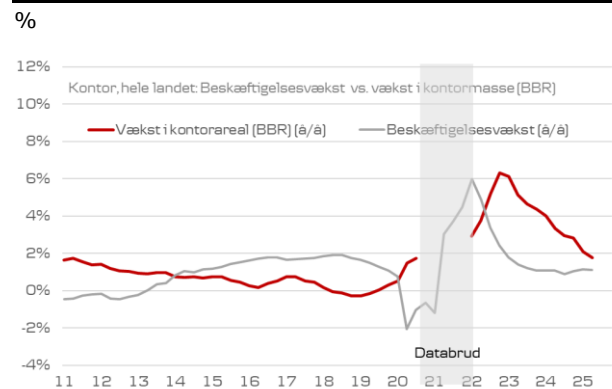
Figur 5 Beskæftigelsen vokser svarende til trend



Kilde: Danmarks statistik samt egne beregninger

Hvis vi dykker ned i detaljerne i Realkredit Danmarks vurderingsdata for 2. kvartal 2025, så pegede pilen for tomgang ligeud på den korte bane. Det billede genfindes ikke alene i tomgangsdata fra både Ejendom Danmark og Ejendomstorvet, men giver også god mening, når vi kigger på de overordnede drivere bag udbud og efterspørgslen indenfor kontormarkedet. Hvis man således sammenholder udviklingen i beskæftigelsen (proxy for efterspørgslen) og udviklingen i det samlede kontorareal (BBR), så er der ved at komme en bedre balance, jf. figur 6.

Figur 6. Bedre balance mellem udbud og efterspørgsel i kontormarkedet

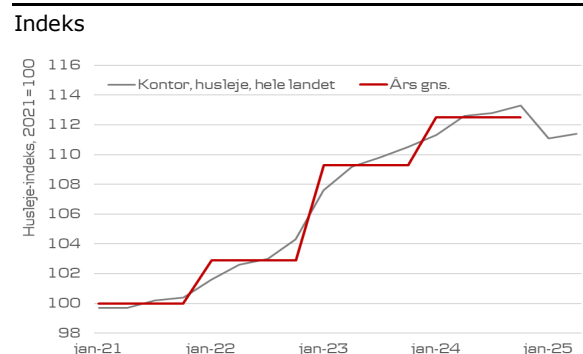


Kilde: Ejendomstorvet, Danmarks Statistik samt egne beregninger

Det giver således meget god mening, at stigningen i tomgang er toppet ud. Der er imidlertid fortsat store geografiske forskelle. I København er der således allerede balance mellem udbud og efterspørgsel, og her er tomgangen således toppet. I Aarhus og omegn er der fortsat en ubalance, idet udbuddet løber fra efterspørgslen, og dermed er der altså fortsat et mindre pres opad på tomgangen.

Når det kommer til huslejen, så genfindes den positive udvikling vi ser i vores vurderingsdata, kun i begrænset omfang i huslejestatistikken fra Danmarks Statistik, idet huslejen i bedste fald bevæger sig ligeud, jf. figur 7.

Figur 7. Meget afdæmpet huslejeudvikling



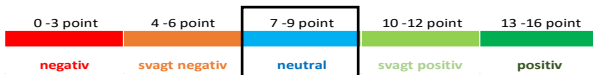
Kilde: Danmarks Statistik samt egne beregninger

Selvom huslejen steg i 2. kvartal 2025, så er 2. kvartal i følge Danmark Statistik det kvartal, hvor huslejen normalt stiger mest, så på den baggrund var stigningen i 2. kvartal 2025 til den lave side. En af forklaringerne på, at Realkredit Danmarks data for 2. kvartal 2025 er mere positive end data fra Danmarks Statistik, kan være, at kontorejendomme i København fyldte markant mere i vurderingsdata for 2. kvartal 2025 end normalen.

Denne effekt kan også have haft indflydelse på det finansielle signal for 2. kvartal 2025. Selvom signalet endte på **neutral**, og dermed var uændret i forhold til 1. kvartal 2025, så var det finansielle signal altså kun et enkelt point fra at lande på **svagt positiv**.



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



Det samlede signal er tilbage på **neutral** i 2. kvartal 2025, et nøk ned i forhold til 1. kvartal 2025, hvor signalet lå på **svagt positiv**, og dermed fortsætter signalet med at svinge mellem **neutral** og **svagt positiv**, som vi har set siden starten af 2024.

Den udløsende faktor denne gang var det økonomiske signal, som endte på **neutral** i 2. kvartal 2025 og dermed et nøk lavere i forhold til de seneste 7 ud af 10 kvartaler, hvor det økonomiske signal har ligget på **svagt positiv**. Selvom det økonomiske signal således i overvejende grad har ligget på **svagt positiv**, så har det været oftest været med mindst mulig margin. Denne gang faldt marginerne så ud til den "anden side" idet det økonomiske signal endte på **neutral**, men altså kun et enkelt point fra **svagt positiv**.

Der er da heller ingen slinger i valsen, når det gælder den positive udvikling i detailsalget, jf. figur 8.

Figur 8. Detailsalget fortsætter fremad



Kilde: Danmarks Statistik samt egne beregninger

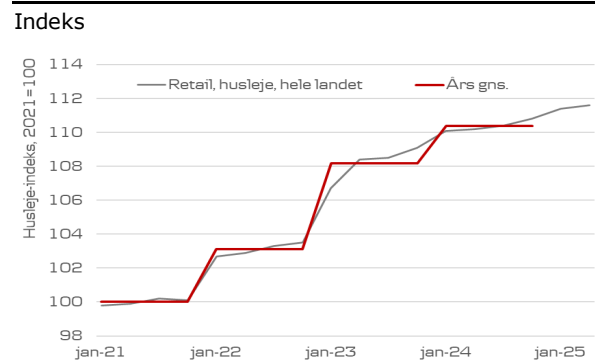
Detailsalget drives fortsat fremad af en stigende beskæftigelse samt en robust reallønsfremgang, og dermed fortsætter detailsalget med at trodse de nedslående lave niveauer for forbrugertilliden. Men de lave niveauer for forbrugertilliden har en effekt, idet de har sendt opsparingskvoten op på et historisk højt niveau. Det betyder, at der er en buffer at tappe ind i, hvis økonomien rammes af et negativt stød, og det er naturligvis positivt. Det betyder dog også, at hvis ellers opsparingskvoten havde ligget på et mere gennemsnitligt niveau, så kunne fremgangen i detailsalget have været endnu kraftigere.

Antallet af konkurser i aktive retail-virksomheder fortsætter også med at falde og - målt på et 3 måneders glidende gennemsnit - så kommer vi tættere og tættere på en tangering af det laveste niveau i de seneste 15 år.

Det er imidlertid ikke alle nøgletal, som går i den rigtige retning. I de seneste 2 måneder har vi set et relativt stort tilbagefald i konjunkturindikatoren for detailhandel, drevet af et mere pessimistisk syn på udviklingen i både omsætning og beskæftigelse.

Hvis vi dykker ned i detaljerne bag Realkredit Danmarks vurderingsdata, så var signalerne for huslejen denne gang en anelse mere afdæmpet, idet de kun pegede svagt opad, hvilket afspejler at tempoet i stigningerne er taget en del af. Det samme viser huslejestatistikken fra Danmarks Statistik, jf. figur 9, idet de kvartalsvise stigninger i 1.halvår af 2025 har været lavere end i de seneste 3 år.

Figur 9. Huslejen stiger, men i aftagende tempo

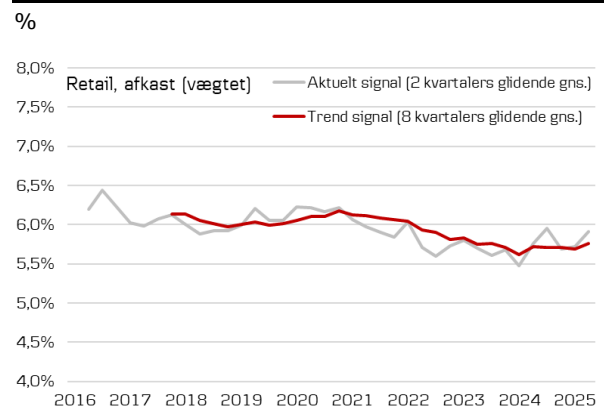


Kilde: Danmarks Statistik samt egne beregninger

I forhold til udviklingen i tomgang, så peger Realkredit Danmarks vurderingsdata ligeud, og det gør data fra Ejendomstorvet også, men ikke data fra Ejendom Danmark, hvor signalerne stritter lidt i alle retninger.

Hvad angår det finansielle signal, så var det "business as usual", idet signalet endte på **neutral** i 2. kvartal 2025, hvilket er 12. gang ud af de seneste 14 kvartaler. Den stabile udvikling fremgår da også klart af de senere års bevægelse i afkastkravet, jf. figur 10.

Figur 10. Afkastkrav bevæger sig ligeud



Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase



Signal for boligudlejningsejendomme i 2. kvartal endte på svagt positiv



Signalet for boligudlejning endte på **svagt positiv** i 2. kvartal 2025, hvilket er tredje kvartal i træk og ligesom i 1. kvartal 2025, så landede både det økonomiske-og finansielle signal på **svagt positiv** i 2. kvartal 2025.

Hvis vi starter med det økonomiske signal, så har det ligget på **svagt positiv** i 5 kvartaler i træk og i ikke mindre end i 7 ud af de eneste 9 kvartaler. Den positive udvikling afspejles da også i udviklingen i tomgangen, som i Realkredit Danmarks vurderingsdata er faldet til så lave niveauer, at et yderligere faldpotentiale må betragtes som ganske behersket. Det samme viser tomgangsdata fra EjendomDanmark, som i 2. kvartal 2025 faldt til 2,3%, det laveste niveau i den mere end 10-årige periode, der er data for, jf. figur 11.

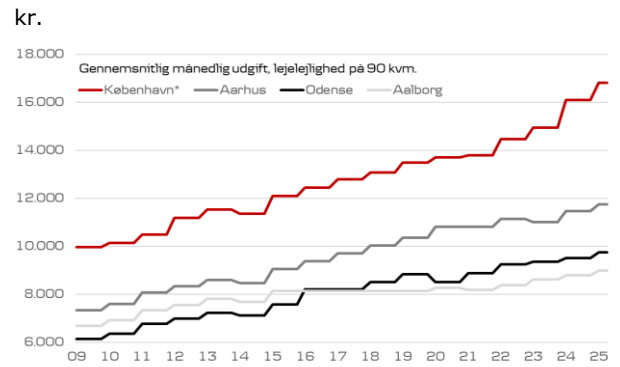
Figur 11. Tomgang på laveste niveau i 10 år



Kilde: EjendomDanmarks samt egne beregninger

I forhold til udviklingen i huslejen, så er gassen gået en smule af ballonen i forhold til Realkredit Danmarks vurderingsdata, men dette billede genfindes hverken i huslejestatistikken fra Danmarks Statistik eller diverse statistikker fra erhvervsmæglerne. Her forsætter fremgangen i stedet med uændret styrke, og hvor det især i Københavnsområdet går stærkt for øjeblikket, jf. figur 12.

Figur 12. Huslejen stiger - særligt i København



Kilde: Redata samt egne beregninger * København består af kommunerne: København, Frederiksberg, Tårnby og Dragør

Det bliver med andre ord mere og mere synligt, at boligmarkedet i København i særdeleshed oplever et mere og mere presset boligmarked, hvilket i bund og grund skyldes, at der er blevet bygget for lidt i forhold til, hvad der indbyggermæssigt er behov for. Det har været ganske synligt i ejerboligmarkedet gennem længere tid og er nu også for alvor begyndt at vise sig på det private lejemarked.

I forhold til det finansielle signal, så landede det på **svagt positiv** i 2. kvartal 2025, hvilket er uændret i forhold til 1. kvartal 2025. To kvartaler i træk med et **svagt positivt** signal har vi ikke set siden 2. halvår af 2021, hvilket var perioden lige inden de kraftige rentestigninger begyndte.

Resultatet stemmer fortsat godt overens med de seneste data fra Danmarks Statistik, som viser at prisen for udlejningsejendomme forsætter med at stige, jf. figur 13.

Figur 13. Prisen på boligudlejningsejendomme er igen stigende



Kilde: Danmarks statistik samt egne beregninger

I forhold til afkastkravet så ser vi også i Realkredit Danmarks vurderingsdata et mindre nedadgående pres. Der er dog store geografiske forskelle. Det er således især i København og Københavns omegn og i en vis grad også i Aarhus, at vi kan observere et nedadgående pres på afkastkravet. For den øvrige del af landet bevæger afkastkravet sig mere ligeud.

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

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.