



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. Det samlede signal for boligudlejning endte på **svagt positiv**, understøttet af et (uændret) **svagt positivt** økonomisk signal – tomgang og husleje – og, som noget nyt, et **neutralt** finansielt signal – afkastkrav og ejendomsværdi – efter fem kvartaler med et signal til den negative side. For kontor fortsatte udfordringerne for både det økonomiske- og finansielle signal og derfor landede det samlede signal (igen) på **svagt negativ**. Signalet for retail er tilbage på **neutral** og forsætter med at svinge mellem **neutral** og **svagt positiv**.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 4. kvartal 2024

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

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

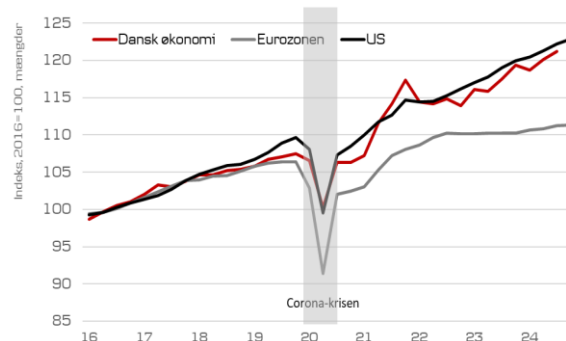
Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

Tilpasningen mod de senere års høje renteniveau er tilendebragt

I de sidste mange år har dansk økonomi haft rigtig meget fart på. Ja, faktisk så meget fart, at væksten i de seneste 4 år fra 2021-2024 har ligget næsten 50% højere end de 4 år fra 2016-2019, som grænsede op til Corona krisen. Det er intet mindre end imponerende. Der er ingen tvivl om, at en stærk medicinalindustri har været en vigtig bidrager til denne udvikling, men det har ikke været den eneste. Den positive udvikling er også imponerende, når man tænker på, at dansk økonomi historisk set har udviklet sig relativt synkront i forhold til europæiske økonomi. Det har (heldigvis) ikke været tilfældet i de seneste 4 år, idet europæisk økonomi har befundet sig i slæbebanen siden Corona-krisen, med tysk økonomi – den tidligere motor i europæisk økonomi – som agterlanterne. Faktisk er det gået så godt i dansk økonomi, at vi har kunne holde samme tempo som amerikansk økonomi, jf. figur 1.

Figur 1. BNP-udvikling i US, EUR og DKK

Indeks, 2016=100



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

I forhold til fremgangen i den økonomiske aktivitet, som har været relativ lineær, så har udviklingen i beskæftigelsen været mere uensartet. Det startede med lyn og torden efter genåbningen, idet fremgangen i beskæftigelsen nærmest eksploderede i opadgående

retning, og selvom fremgangen siden er bremsset en del op, så er der kommet så mange hænder til, at vores økonomer regner med, at fremgangen i de kommende år kan sikres uden, at der er behov for flere hænder. For bare et år siden forventede vores økonomer en aftagende beskæftigelse, så uændret beskæftigelse er faktisk en opjustering.

I forhold til renteutviklingen har rentefaldet været på pause i de seneste måneder, jf. figur 2

Figur 2. Rentefald på pause



Kilde: Danske analyse samt egne beregninger

Der er fortsat et tryk nedad fra både de økonomiske nøgletal for Eurozonen og den Europæiske Centralbank i forhold til lavere renter. Indtil videre er det imidlertid blevet neutraliseret af en mindre dueagtig amerikansk centralbank, som er usikker på, hvad valget af en ny præsident kommer til at betyde for det amerikanske vækst- og inflationsbillede.

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

* Korrigeret for geografisk aksevriddning

Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

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

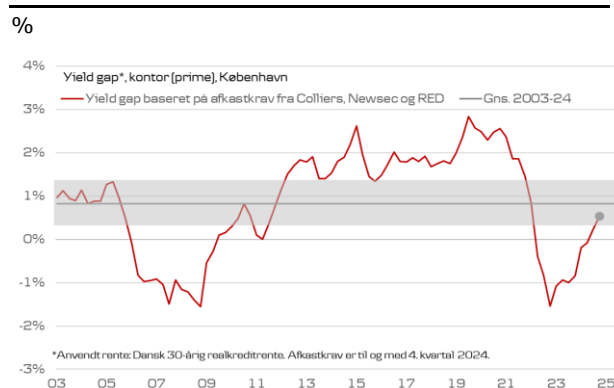
Hvis vi starter med det økonomiske signal, så landede det på **neutral** i 4. kvartal og selvom det dermed bryder en stime på 3 kvartaler i streg, hvor signalet landede på **svagt positiv**, så er der ikke tale om nogen stor overraskelse. Allerede i 3. kvartal var det

økonomiske signal kun 1 point fra neutral og det harmonerer også fint med opbremsningen i beskæftigelsen.

Ser man på det finansielle signal, så landede det på **neutral** i 4. kvartal, og dermed også et brud i forhold til de sidste mange kvartaler, hvor signalet er landet til den negative side. Signalet giver dog meget god mening, når man ser på, hvor langt vi er i forhold til tilpasningen mod det højere renteniveau.

Vi tager (endnu engang) udgangspunkt i udviklingen i yield gap'et for kontorejendomme i København og ser på, hvor langt det er fra det historiske gennemsnit. Yield gap'et beregnes som forskellen mellem afkastkravet og renten på den toneangivende 30-årige realkreditobligation. I forhold til realkreditrenten anvendes et kvartalsvist gennemsnit baseret på ugedata, så selvom rentefaldet har været på pause gennem det meste af 4. kvartal 2024, så er det kvartalsvise gennemsnit for 4. kvartal 2024 ca. 35 bp lavere end i 3. kvartal 2024. Det trak yield gap'et yderligere op, og dermed er 95% af tilpasningen mod det historiske gennemsnit tilendebragt, jf. figur 3.

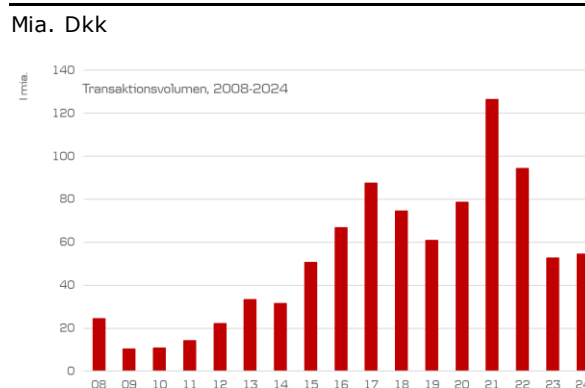
Figur 3. Kontor, København: yield gap



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

2024 har med andre ord stået i tilpasningsprocessens navn og dermed er det heller ikke nogen overraskelse for os, at transaktionsvolumen blev relativt afdæmpet i 2024, jf. figur 4.

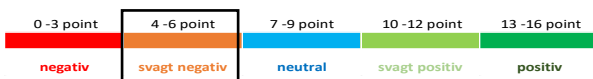
Figur 4. Afdæmpet transaktionsvolumen i 2024



Kilde: Redata samt egne beregninger



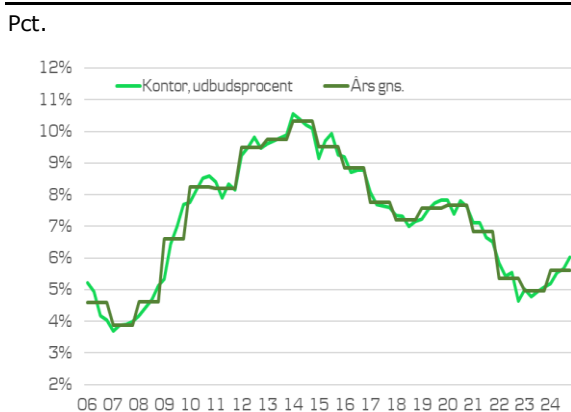
Signal for kontorejendomme i 4. kvartal endte på svagt negativ



I 4. kvartal 2024 endte signalet på **svagt negativ**, uændret i forhold til 3. kvartal, et nøk lavere end i 2. kvartal og to nøk lavere end ved årets start. Tabet af momentum kan især knyttes til det økonomisk signal, idet det finansielle signal har ligget underdrejet i det meste af 2024. Dykker man ned i detaljerne bag det økonomiske signal - tomgang og husleje - så er det samme tendenser vi ser i forhold til 3. kvartal, idet vores vurderingsdata fra Realkredit Danmark (fortsat) peger på en svagt stigende tomgang samt en husleje, som bevæger sig ligeud.

Data fra Ejendomstorvet og EjendomDanmark bekræfter begge den stigende tomgang. Ifølge EjendomDanmark steg tomgangen til 8,6% i 4. kvartal 2024 fra 8,3% i 3. kvartal 2024. Data fra Ejendomstorvet viste en stigning i tomgangen til 6,0% i 4. kvartal 2024 fra 5,7% i 3. kvartal 2024, jf. figur 5.

Figur 5 Stigende tomgang



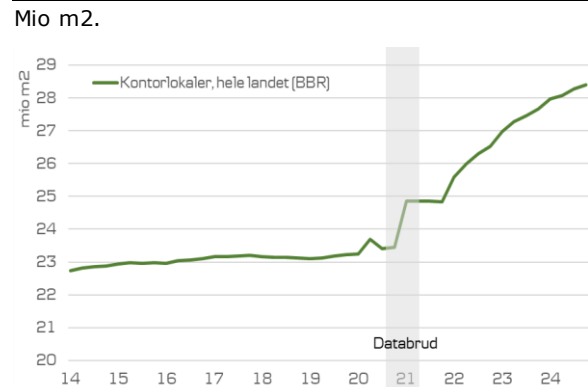
Kilde: Ejendomstorvet samt egne beregninger

Selvom tomgangen er på vej op, så sker stigningen fra niveauer, som i et historisk perspektiv er lave.

Den stigende tomgang er en kombination af både opbremsningen i beskæftigelsen samt stigningen i det samlede kontorareal. Hvis vi ser bort fra usikkerheden relateret til et databrud i BBR-data omkring årsskiftet

2020/2021, så begyndte kontorarealet for alvor at stige fra starten af 2020'erne, jf. figur 6.

Figur 6. Det samlede kontorareal stiger

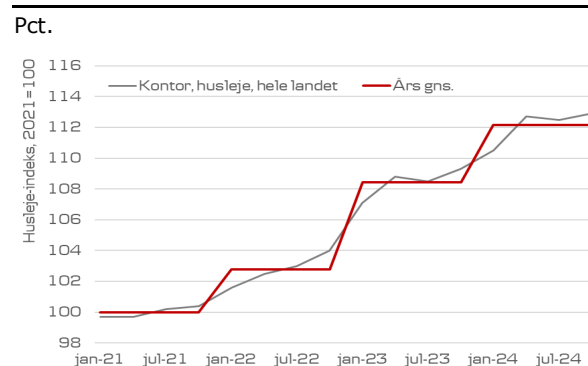


Kilde: Ejendomstorvet samt egne beregninger

Det er for så vidt en ganske naturlig ting, som er sket. I takt med at tomgangen over en årrække blev halveret fra 10% til 5%, så meldte behovet sig for nye kontorkvm. Da beskæftigelsen imidlertid bremsede op, så førte det stigende udbud altså til en stigende tomgang.

Udover en stigende tomgang, så viste vores vurderingsdata også, at de tidligere stigninger i huslejen er bremsset op. De samme tendenser genfindes i huslejestatistikken fra Danmarks Statistik, idet huslejen var uændret i 2. halvår af 2024 jf. figur 6.

Figur 6. Huslejen bremsede op i 2. halvår af 2024

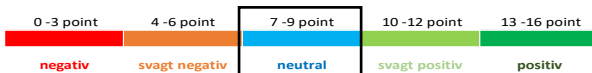


Kilde: Danmark Statistik samt egne beregninger

Det finansielle signal - afkastkrav og ejendomspris - endte på **svagt negativ** i 4. kvartal 2024, et niveau, som det finansielle signal har ligget på i 5 ud af de seneste 6 kvartaler. Det har til gengæld medført, at tilpasning i yield gap'et mod det historiske gennemsnit er tilendebragt. Spørgsmålet er så, om det er nok for de udenlandske investorer, eller om de ønsker en ekstra præmie, som følge af den risiko, der knytter sig til hjemmearbejde, selvom hjemmearbejde har vist sig at være et mindre dominerende tema i Danmark end i de engelsksprogede lande.



Signal for retail-ejendomme i 4. kvartal endte på neutral



Det samlede signal er tilbage på **neutral** i 4. kvartal, et nøk nedad i forhold til 3. kvartal, hvor signalet lå på **svagt positiv** og dermed fortsætter signalet med at svinget mellem **neutral** og **svagt positiv**, som vi har set gennem hele 2024.

Den udløsende faktor denne gang var en mindre afmatning i det økonomiske signal, som altså endte på **neutral** i 4. kvartal, hvilket er et nøk nedad i forhold til årets 3 første kvartaler, hvor det økonomiske signal har liget stabilt på **svagt positiv**.

Selvom man ikke skal overfortolke på basis af få måneders data, så har vi også set en mindre afmatning i de seneste data for detailsalget, jf. figur 8.

Figur 8. Detailsalget bremsede lidt op i 4. kvartal



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

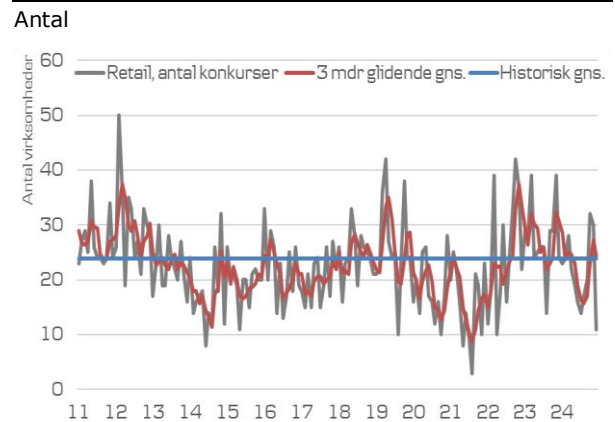
Dykker man således ned i detaljerne, så steg detailsalget godt nok med 0,9% k/k i 4. kvartal, hvilket for så vidt var robust nok, men det skyldes alene basis effekter samt et løft i oktober. I både november og december var detailsalget uændret.

Detailsalget kunne dog være stige mere, hvis ikke danskerne fortsatte med at spare så meget op, idet opsparingskvoten fortsat befinder sig tæt på et historisk højt niveau. Det betyder til gengæld at der er en stødpude i forhold til eventuelle negative stød, som måtte ramme forbrugerne. Den usikkerhed som den høje opsparing er et udtryk for, genfindes også i

forbrugertilliden, som lidt overraskende faldt tilbage i 4. kvartal og som derfor fortsat ligger på et skuffende lavt niveau.

Det har også været et turbulent kvartal, når det kommer til konkursstatistikken, idet antallet af konkurer i aktive retail-virksomheder steg voldsomt i både oktober og november for derefter at falde tilbage til tæt på et historisk lavt niveau i december, jf. figur 9.

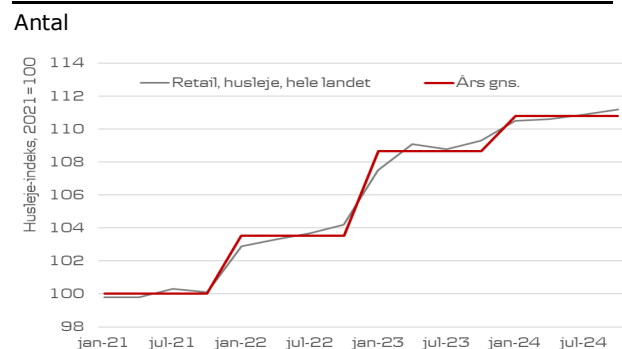
Figur 9. Turbulent udvikling i antallet af konkurer i retail-virksomheder i 4. kvartal



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Selvom huslejestatistikken fra Danmarks Statistik også (fortsat) peger i positiv retning, idet huslejen fortsatte med at stige i 4. kvartal 2024, så er stigningstakten gået en del ned i gear. Årstigningstakten faldt således til 2,0% å/å i 2024 fra 5,0% å/å i 2023 og 3,5% å/å i 2022, jf. figur 10.

Figur 10. Huslejestigning er gået lidt ned i gear



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

I forhold til udviklingen i tomgang, så peger vores vurderingsdata fra Realkredit Danmark fortsat ligeud. Tomgangsdata for både Ejendom Danmark og Ejendomstorvet er derimod mere negative, idet de begge to peger opad.

Hvad angår det finansielle signal, så endte det på **neutral** i 4. kvartal, hvilket er 10 gang ud af de seneste 12 kvartaler, så her er der ikke noget nyt at berette.



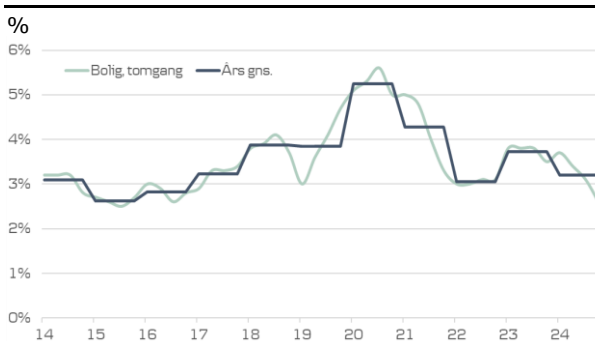
Signal for boligudlejningsejendomme i 4. kvartal endte på svagt positiv



Signalet for boligudlejning endte på **svagt positiv** i 4. kvartal, et nøk opad i forhold til de seneste 3 ud af 4 kvartaler, hvor signalet har ligget på **neutral**.

Der er imidlertid ikke så meget nyt at berette, når det kommer til det økonomiske signal, som endnu engang endte på **svagt positiv** i 4. kvartal 2024, hvor det har ligget i 4 ud af de seneste 5 kvartaler. Dykker vi ned i detaljerne i vores vurderingsdata, så peger pilen på tomgang (fortsat) nedad, et resultat, som også genfindes i tomgangstatistikken fra EjendomDanmark. Her faldt tomgangen til 2,6% i 4. kvartal fra 3,1% i 3. kvartal, hvilket er tæt på en tangering af det laveste niveau i 10 år, jf. figur 11.

Figur 11. Tomgang falder



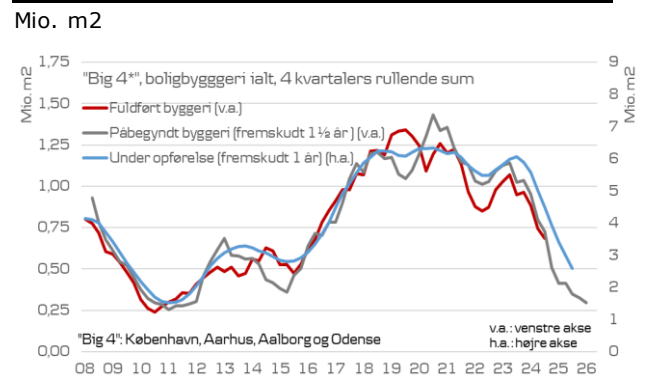
Kilde: EjendomDanmark og egne beregninger

Når det kommer til huslejudviklingen, så peger vores vurderingsdata for 4. kvartal (igen) ligeud. De samme tendenser genfindes i Danmarks Statistiks huslejestatistik for boligudlejning. Her er udvikling i huslejen også bremset op. Hvis man måler i forhold til samme periode for et år siden, så er stigningstakten for huslejen aftaget til ca. 1,2% å/å i 2024 fra 3,1% å/å i 2023. Selvom huslejen således fortsat stiger, så er stigningstakten ifølge Danmarks Statistik meget behersket.

Der er dog flere faktorer, som fortsat understøtter et positivt økonomisk signal. Hvis man har et arbejde, er det alt andet lige lettere at betale sin husleje, og

derfor er det positivt at bruttoledighed, trods de senere års marginale stigning, fortsat befinder sig på et relativt lavt niveau. Samtidig har det højere renteniveau betydet, at det i de største byer nu er billigere at bo i en lejelejlighed end at bo i en ejerlejlighed, hvilket også er med til at forstærke den relative efterspørgsel efter lejeboliger. Sidst og ikke mindst så betyder den fortsatte afmatning i nybyggeriet, at der fremadrettet vil blive tilført færre og færre boligkv. til boligmarkedet i de største byer, jf. figur 12.

Figur 12. Fald i fuldført boligbyggeri fortsætter

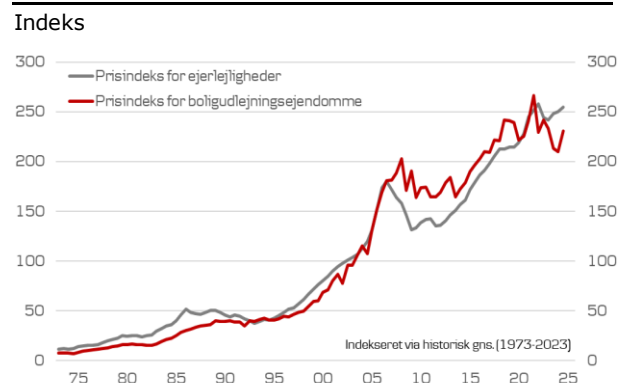


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Det understøtter især det private lejeboligmarked i de største byer, idet mere end 50% af alt nybyggeri i de sidste 10-15 år er sket indenfor dette segment.

I forhold til signalerne, så er den største ændring imidlertid sket i det finansielle signal. Efter 5 kvartaler i streg med negative signaler, så endte det finansielle signal på **neutral** i 4. kvartal, hvilket afspejler, at vi stort set er i mål i forhold til tilpasningen mod et højere renteniveau. Resultatet stemmer også godt overens med de seneste data fra Danmarks Statistik, som viser at prisen for boligudlejningsejendomme (igen) stiger. Dermed har vi genetableret den synkron bevægelse i prisen på ejerlejligheder og privat boligudlejning, som har været gældende i størstedelen af perioden fra 1975-2024, jf. figur 13.

Figur 13. Pris på boligudlejningsejendomme er (igen) stigende



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 erhvervsvurderingsystem 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.