

Maj 2023



# Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomsmarkedet

Signalet for alle tre segmenter – kontor, bolig og retail - endte på **svagt positiv** i 1. kvartal trukket op af det økonomiske signal – tomgang og husleje - som på tværs af de tre segmenter - endte på **positiv**, højst mulig score, hvilket harmonerer meget godt med den stadig positive konjunkturudvikling. Det finansielle signal endte på **neutral**, hvor særligt udviklingen i afkastkravet begynder at trække ned, og dermed et tegn på, at de negative effekter af de høje realkreditrenter for alvor begynder at slå igennem. Opbremsningen var endnu kraftigere i handelsvolumen, hvor vi så et meget voldsomt dyk i 1. kvartal.

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

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

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

**Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker**

## Det er det høje renteniveau, som volder problemer og ikke de økonomiske konjunkturer

Fremgangen i dansk økonomi ser ud til at være fortsat i 1. kvartal. Det er i hvert fald konklusionen, hvis man ser på et simpelt gennemsnit af nationalbankens to fremadskuende modeller, som altså peger på en fremgang i omegnen af 0,5% k/k. Det betyder samtidig, at den økonomiske aktivitet fortsat er på et højere niveau end hvis udviklingen fra 2020 – 2022 blev fremskrevet med trend væksten for årene 2017-2019. Altså et tænkt scenarie for den økonomiske udvikling helt uden corona krisen. Med andre ord, så undgik dansk økonomi et permanent væksttab som følge af corona-krisen, og det står i stærk kontrast til finanskrisen. jf. figur 1.

**Figur 1. Ikke noget permanent væksttab som følge af corona krisen**

mia. dkk, 2010-priser



Kilde: Danmark Statistik samt egne beregninger

Men den positive konjunkturudvikling er ikke kun et dansk fænomen, men genfindes i varierende grad i

andre europæiske økonomier. Det betyder til gengæld også, at der fortsat er et opadgående pres på den underliggende inflation i både Danmark og Eurozonen, hvilket er med til at fastholde realkreditrenterne på et højt niveau, jf. figur 2.

**Figur 2. Realkreditrenter forblev på højt niveau**



Kilde: Danske analyse samt egne beregninger

Kombinationen af en robust konjunkturudvikling samt høje realkreditrenter understøtter på den ene side de økonomiske signaler, men presser på den anden side de finansielle signaler, og stemmer således godt overens med resultaterne fra vores signalmodel for investerings- og erhvervsejendomme, 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 21	neutral	positiv
2. kvartal 21	positiv	positiv
3. kvartal 21	neutral	svagt positiv
4. kvartal 21	svagt positiv	positiv
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

Kilde: Realkredit Danmark

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

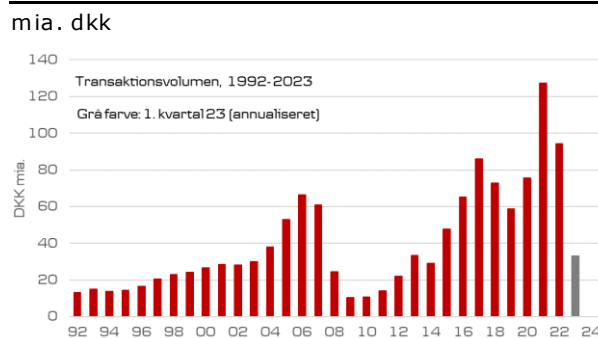
Tabellen viser, at efter flere kvartalers skift mellem **neutral** og **svagt positiv**, så tog det økonomiske signal i 1. kvartal et nøk opad til **positiv**, dog med mindst mulig margin. Det finansielle signal endte uændret på **neutral** i 1. kvartal. Det neutrale signal blev igen sikret via et svagt positivt trend signal (lang tidshorisont), hvorimod det aktuelle signal (kortere tidshorisont) scorede væsentlig færre point. Med andre ord, så viste data for 1. kvartal, at der fortsat er et klart opadgående pres på afkastkravet og et - men mindre - nedadgående pres på ejendomsværdierne.

Vi har argumenteret for at afkastkravet burde være mest udfordret for de ejendomme, hvor afkastkravet i udgangspunktet er faldet mest – kontorejendomme i København og Århus – samt de ejendomme, hvor afkastkravet var lavest – især boligudlejning i de fire

største byer. Det er derfor interessant at begge signaler – det korte og det lange - for afkastkravet for boligudlejning endte på negativ i 1. kvartal.

De mere udfordrende tider både i forhold til mindre og dyrere likviditet i markedet samt den generelle usikkerhed om, hvad fremtiden vil bringe, slog også markant ud på transaktionsvolumen for 1. kvartal, som endte på 8,3 mia. Omregnet til årsniveau svarer det til 33 mia. og vil, hvis det fortsætter resten af året, være en voldsom nedgang i forhold til de senere års høje niveauer for handelsvolumen, jf. figur 3.

**Figur 3. Transaktionsvolumen på lavblus**

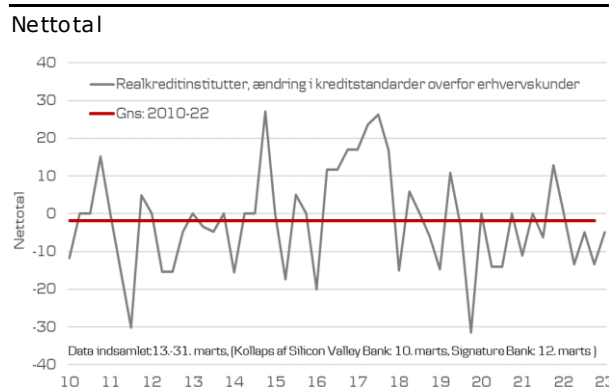


Kilde: Colliers, RED C&W samt egne beregninger

Selvom konjunkturudviklingen tegner sig lysere nu end for 3- og 6 måneder siden, så gælder det ikke alle sektorer, da nogen brancher er mere rentefølsomme end andre. Det gælder blandt andet byggebranchen. Her forventes aktiviteten at bremse voldsomt op de kommende år, og det betyder, at vi forhåbentligvis kommer til se aftagende priser på byggematerialer. Arbejdskraftomkostninger vil nok fortsætte med at stige, og dermed neutralisere en del af faldet men ikke mere end, at vi forventer et fald i de samlede byggeomkostninger.

I forhold til ejendomsbranchen spiller udviklingen i realkreditinstitutternes kreditstandarter også en vigtig rolle for udviklingen og her er det opmuntrende at kreditstandarter over for erhvervs-kunder kun blev strammet marginalt i 1. kvartal.

**Figur 4. Marginal stramning af kreditstandarter**



Kilde: Nationalbanken samt egne beregninger



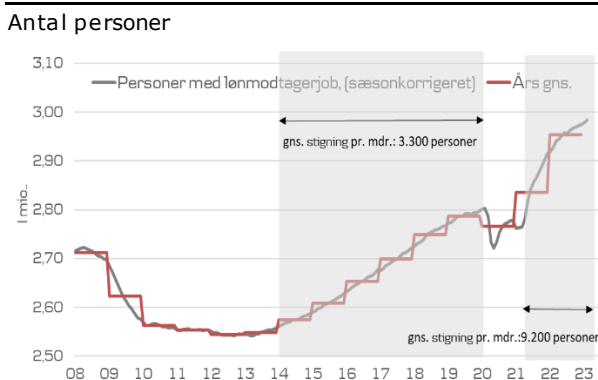
## Signal for kontorejendomme for 1. kvartal endte på svagt positiv



Den positive udvikling for kontorejendomme fortsatte i 1. kvartal 2023, hvor det samlede signal endte på **svagt positiv**, uændret i forhold til 4. kvartal 2022.

Stikker man spædestikket dybere, så fortsatte kontorsegmentet med at tabe momentum, idet det samlede signal i 1. kvartal endnu engang blev godt hjulpet på vej af et meget positivt (langsigtet) trend signal, som endte på højst mulige score – **positiv** – ligesom i 4. kvartal - hvorimod det aktuelle (kortsigtede) signal endte på **neutral**, et nøk højere end sidst, men med mindst mulig margin. På den måde ligner det udviklingen i beskæftigelsen, jf. figur 5.

**Figur 5. Den sæsonkorrigerede beskæftigelse**



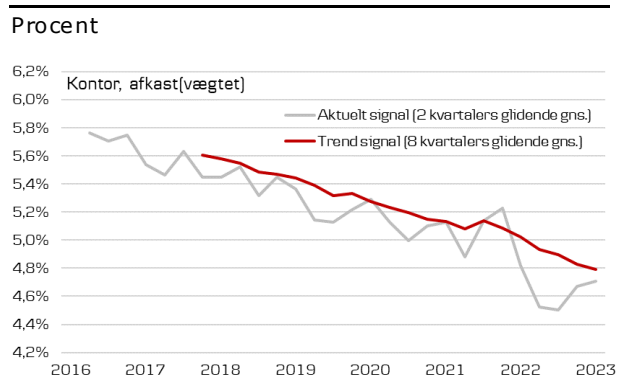
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Beskæftigelsen er en af de vigtigste drivere for kontormarkedet, og som det fremgår af ovenstående figur, så er udviklingen fortsat positiv, om end tempoet er på vej ned. Opbremsningen genfindes i en række af de andre data, vi kigger på. I flæng kan nævnes udbudsstatistikken fra ejendomstorvet. Her så vi udbuddet af erhvervslokaler i procent af skønnet byggemasse stige til 5,0% i 1. kvartal og selvom der kun er tale om en mindre stigning fra 4,6% i 4. kvartal, så er det den største stigning siden corona krisen. Det stigende udbud var især trukket af

København by, Østsjælland samt Østjylland. Man kan også se tegn på en opbremsning i data fra Ejendom Danmark, som måler den økonomiske tomgang. Tomgangen endte således på 7,4% i 1. kvartal, uændret i forhold til 4. kvartal, men trods alt fortsat en tangering af det laveste niveau i den periode vi har data for, hvilket vil sige fra 2015.

I 4. kvartal var det kortsigtede signal for afkastkravet negativt. Det trak også i den retning i 1. kvartal, men udviklingen var ikke signifikant nok, og derfor endte signal med en pil ligeud, jf. figur 6. Det samme var gældende for udviklingen i ejendomsværdien.

**Figur 6. Afkastkrav gik ligeud i 1. kvartal**



Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabase

I de seneste temperaturmålinger har vi anvendt prognoser over udviklingen i beskæftigelsen, som en grov indikator for fremtidsperspektiverne for kontormarkedet. I starten af april offentliggjorde Danske Bank sin nye prognose over udviklingen i beskæftigelsen. Heri løftes forventningerne til beskæftigelsen på den korte bane og det medfører, at det positive signal fastholdes et par kvartaler længere end i den forrige prognose. Til gengæld er faldet i beskæftigelsen en del større i 2024, og det trækker kortvarigt signalet ned på svagt negativt, men kun i et enkelt kvartal, og ellers ligger signalet for kontor på neutralt, jf. tabel 3.

**Tabel 3. Signal fra beskæftigelsesmodel**

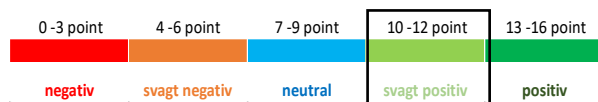
Kontor	signal
Q3-22	positiv
Q4-22	positiv
Q1-23	positiv
Q2-23	positiv
Q3-23	svagt positiv
Q4-23	neutral
Q1-24	svagt negativ
Q2-24	neutral
Q3-24	neutral
Q4-24	neutral

Kilde: Realkredit Danmark

Usikkerheden i forhold til økonomiske prognoser er imidlertid høj. Afmatningen i beskæftigelsen kan både blive dybere og komme tidligere, og hvis krigen i Ukraine fik en ende, kunne man sågar også se et lidt mere positivt scenarie for beskæftigelsen udvikle sig.

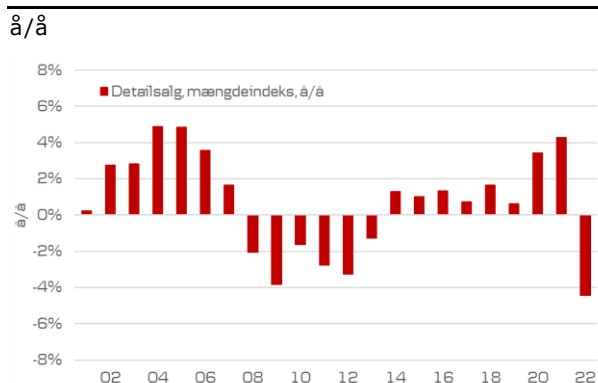


## Signal for retail-ejendomme for 1. kvartal endte på svagt positiv



Hvis vi et kort øjeblik ser tilbage på 2022, så kan vi endnu engang konstatere, at det var et hårdt år for detailbranchen. En normalisering af forbruget på bagsiden af corona-krisen samt et historisk stort fald i reallønnen satte sit præg på detailsalget, som – i mængder – faldt med mere end 4% i 2022, hvilket var det største fald i nyere tid, inklusiv årene efter finanskrisen, jf. figur 7.

Figur 7. Detailsalg – målt i mængder -



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Som resultat deraf har vi desværre også set en ganske kraftig stigning i antallet af konkurser, og det er samme mønster, vi ser i data fra Ejendomstovret og Ejendom Danmark. Udbuddet af butikslokaler - i procent af byggemassen - har været svagt stigende siden medio 2022, og den økonomiske tomgang steg i 1. kvartal til 6,9%. Her er det værd at bemærke at tomgangen i Københavns centrum fortsætter med at falde og således afspejler at turisterne - både danske og udenlandske - for alvor er tilbage.

Der er flere tegn på, at det værste er ovre for denne gang. Normaliseringen af forbruget ser ud til at være tilendebragt og detailsalget - målt i mængder - er steget med 0,7% i 1. kvartal - efter 6 kvartalers fald.

Den spæde fremgang genfindes også i andre indikatorer. Konjunkturindikatoren for retail er steget

fra -37 i december 2022 til -9 i april 2023 og forbrugertilliden er streget fra -37 i oktober 2022 til -18 i april 2023, jf. figur 8.

Figur 8. Retail virksomhederne og forbrugerne ser mere lyst på fremtiden

Indeks

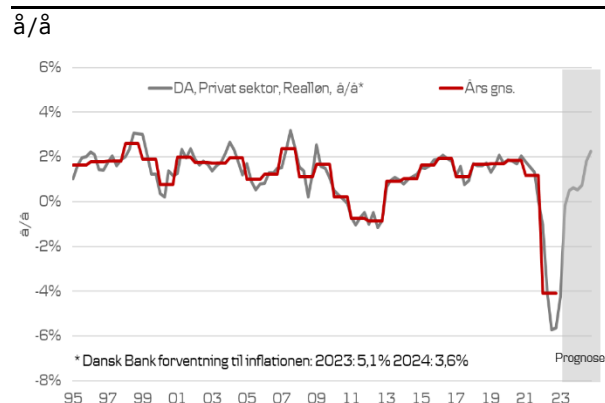


Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Derfor er det måske ikke så underligt, at signalet for retail er steget til **svagt positiv** i 1. kvartal, et nøk opad i forhold til 4. kvartal, hvor signalet endte på **neutral**. Kigger man i detaljerne, så er forbedringen mest markant for det aktuelle signal (det kortsigtede), som endte på **svagt positiv** i 1. kvartal, en markant bedring fra **svagt negativ** i 4. kvartal.

Med normaliseringen af forbruget tilendebragt, så er det især udviklingen i reallønnen, som får stor betydning for udviklingen i detailsalget. Med afsæt i forårets overenskomsts resultat, forventer Danske bank en lønstigningstakt på ca. 5% p.a. de kommende to år, og sammen med bankens inflationsprognose betyder det, at vi kommer til at se en markant bedring af reallønnen, jf. figur 9, hvilket vil understøtte detailsalget.

Figur 9. Positiv realløn de kommende to år



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Denne positive effekt kan dog neutraliseres eller omstødes, såfremt udviklingen på arbejdsmarkedet forværres markant, men det forventes ikke at blive tilfældet.



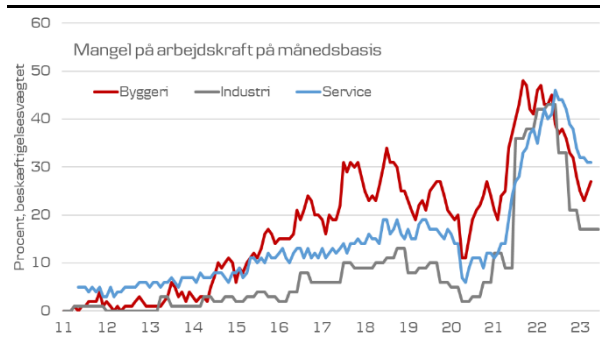
## Signal for boligudlejningsejendomme for 1. kvartal endte på svagt positiv



Signalet for boligudlejning endte på **svagt positiv** i 1. kvartal, et nøk lavere end i 4. kvartal, hvor signalet endte på **positiv**. Dengang var det med lavest mulig margin, så der er tale om en marginal forværring.

Det samlede signal dækker imidlertid over en større bevægelse i delsignalerne. Det økonomiske signal – tomgang og husleje – steg et nøk til **positiv** i 1. kvartal fra **svagt positiv** i 4. kvartal og det afspejler vel egentlig bare, at arbejdsmarkedet fortsat er gloende hedt, og hvor manglen på arbejdskraft er en udfordring, om end aftagende, jf. figur 10

**Figur 10. fortsat mangel på arbejdskraft**



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Godt nok er den sæsonkorrigerede bruttoledighed steget med ca. 9.500 siden marts 2022, men heraf udgør ukrainere ca. 6.000, så hvis man korrigerer for dette, så er bruttoledigheden fortsat på et meget lavt niveau i Danmark.

En anden vigtig faktor af betydning er udviklingen i byggebalancen, som vi introducerede i den seneste temperaturmåling. Byggebalancen er forskellen mellem væksten i boligbestanden fratrukket væksten i indbyggertallet. Et positivt tal for byggebalancen betyder, at der alt andet lige bliver bygget for meget i forhold til, hvad den underliggende befolkningsudvikling tilsiger. Omvendt så betyder et negativt tal for byggebalancen, at der bliver bygget for

lidt i forhold til, hvad der er indbyggermæssig dækning for. Rent intuitivt giver det god mening, at der er en sammenhæng mellem byggebalancen og tomgangen, så jo mere der er blevet bygget relativt til stigningen i indbyggertallet, jo større tomgang. Selvom ovenstående mere er en langsiget sammenhæng, så vil ændringer på den korte bane også give en indikation af presset på tomgangen. I den anledning er det værd at bemærke at byggebalancen for de fire største byer samt Københavns omegn var i balance i 2022. Det dækker imidlertid over, at der blev bygget for lidt relativt til befolkningsfremgangen i København, lidt til den høje side i Århus, Aalborg og Odense, hvorimod Københavns omegn var i balance, jf. tabel 4.

**Tabel 4. Byggebalancen for 2022**

2022	Udbud (A) 1.000 m <sup>2</sup>	Eftersp. (B)* 1.000 m <sup>2</sup>	Byggebalance (B)-(A)	Byggebalance - procent af boligbestand
København	196	380	184	-0,7%
Kbh. omegn	431	401	-30	0,1%
Odense	137	89	-48	0,5%
Aalborg	136	80	-56	0,5%
Århus	373	296	-77	0,5%
I alt	1.273	1.247	-26	0,0%

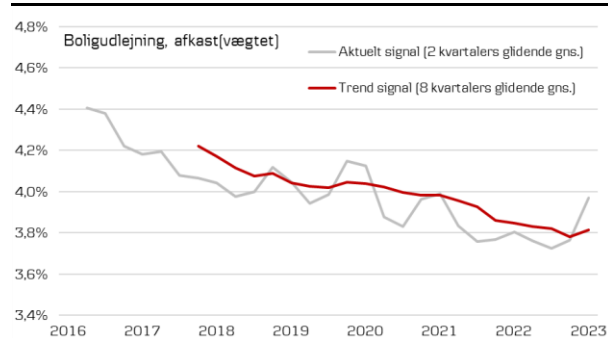
\*Efterspørgsel = Ændring i indbyggertallet \* gennemsnitlig areal per person (m<sup>2</sup>)

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Fremadrettet forventer vi fortsat, at byggebalancen vil forbedres markant, både fordi vi forventer en pæn vækst i indbyggertallet samtidig med, at en stærkt aftagende byggeaktivitet vil medføre en meget behersket udbygning af boligmassen.

Det finansielle signal faldt til **neutral** i 1. kvartal, men med mindst mulig margin og var altså meget tæt på at falde til **svagt negativt**. Det var især udviklingen i afkastkravet, som trak ned, idet både det korte- og lange signal var negativt, svarende til et stigende afkastkrav, figur 11.

**Figur 11. boligudlejning - afkastkrav**



Kilde: Realkredit Danmarks vurderingsdatabasen

Selvom ejendomsværdierne fortsat understøttes af et positivt økonomiske signal, så er værdistigningerne bremset op. Det ses ved, at det aktuelle signal (korte sigt) bevægede sig ligeud, hvorimod trend signalet (det lange sigt) fortsat stiger. Så længe realkreditrenterne befinder sig på de nuværende niveauer eller højere, forventer vi et fortsat opadgående pres på afkastkravet – og et nedadgående pres på ejendomsværdierne, jf. diskussionen på side 2.

---

*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 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 indikere 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 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