

Maj 2021



## Temperaturmåling på investerings-og erhvervsejendomme i 1. kvartal

Med udgangspunkt i Realkredit Danmarks erhvervsvurderingssystem har vi kogt data ned til et enkelt signal for hvert af de tre segmenter: boligudlejning, retail og kontor. For alle tre segmenter er signalet "svagt positiv" i 1.kvartal. Måske er det den positive stemning på transaktionsmarkedet, som for alvor er slået igennem, da det især er et aftagende afkastkrav samt stigende ejendomspriser, som trækker signalerne op. For retail ser signalet imidlertid lidt for positivt ud, når man tænker på, at store dele af sektoren var lukket ned i 1.kvartal. Relativt færre vurderinger i kombination med en større andel af prime retail-ejendomme end normalt øger usikkerheden på signalet, og kan have trukket det i en mere positiv retning end, hvad den underliggende udvikling reelt har været.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings-og erhvervsejendomme i 1. kvartal 2021

	Q2 - 2020	Q3 - 2020	Q4 - 2020	Q1 - 2021
Kontor	positiv	neutral	svagt negativ	svagt positiv
Retail	svagt negativ	neutral	svagt negativ	svagt positiv
Bolig	svagt positiv	neutral	svagt negativ	svagt positiv

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingssystem

Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

### Selvom en tredje Covid-19 bølge er i gang globalt, så er dansk økonomi kun mildt ramt

Her fire måneder inde i 2021 spiller Covid-19 virussen stadigvæk en stor rolle i de flestes hverdag uanset, hvor på kloden man bor. Status ultimo marts var, at både antallet af smittede, antallet af hospitalsindlagte samt antallet af døde på globalt plan igen var på vej op og det blev stadig tydeligere at en tredje bølge var i gang.

Der er stor forskel på, hvor hårdt den tredje bølge har ramt de enkelte lande og regioner. Lande, som har været hurtigt til at udrulle vacciner - USA og UK - er

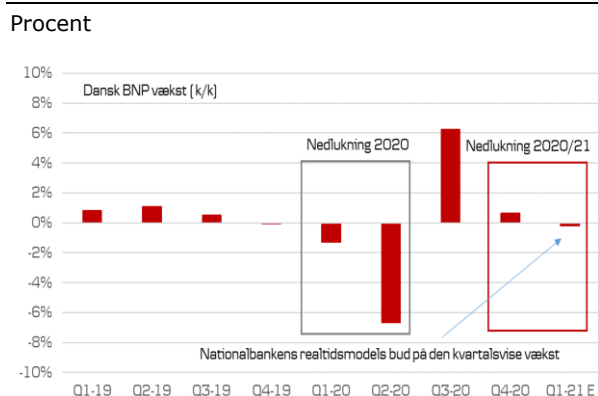
mildt ramt. Kina holder også smitten nede, men her er det især via en effektiv smitteopsporing. Andre lande - Indien, Tyrkiet, Brasilien - er hårdt ramt og blandt de store lande i Euroland, er det særlig Frankrig og Tyskland, som er udfordret i forhold til den tredje bølge.

Smitten i Danmark er under kontrol og indtil videre har vi undgået den acceleration, man har set i flere andre lande. Det har betydet, at Danmark kunne starte en genåbning allerede i marts måned.

Selvom dele af det danske samfund var lukket ned i årets første to måneder, så ser det ud til, at de negative effekter på den økonomiske aktivitet bliver væsentlig mindre denne gang, når man sammenligner med den første nedlukning, som startede forår 2020. Dengang faldt den økonomiske aktivitet med 1,3% k/k

i første kvartal og yderligere 6,7% k/k i 2. kvartal. I forbindelse med den anden nedlukning omkring årsskiftet, så steg den økonomiske aktivitet med 0,7% k/k i 4. kvartal og ifølge nationalbankens realtidsmodel, så står den økonomiske aktivitet til at falde med beskedne 0,2% k/k i 1. kvartal, jf. figur 1.

**Figur 1. Dansk BNP i faste priser, kvartalsvis vækst (k/k), 2019-2021**



Kilde: Danmarks Statistik og Nationalbanken

Dansk økonomi er en lille åben økonomi, og det betyder, at vore økonomiske konjunkturer i stort omfang afspejler verdensøkonomien og her har det haft stor betydning at verdens to største økonomier – USA og Kina – ikke i noget væsentligt omfang har været ramt af den tredje Covid-19 bølge. Den økonomiske aktivitet i verdens to største økonomier er fortsat på et højt niveau i 1.kvartal, og det har dansk økonomi nydt godt af. En anden årsag er, at danske virksomheder er blevet bedre til at manøvrere i en covid-19 verden.

Erhvervstillidsindikatoren, som sammenvejer industri, bygge og anlæg, service og detailhandel, viser samme tendens. Efter et mindre tilbagefald i januar, så steg erhvervstillidsindikatoren de efterfølgende to måneder, så indekset stort set er tilbage på niveauet fra før covid-19 krisen, jf. figur 2.

**Figur 2. Udviklingen i erhvervstillidsindikatoren**



Kilde: Danmarks Statistik

På samme måde som i tidligere *temperaturmålinger* tager vi udgangspunkt i to tidshorisonter – aktuelt og trend – og hvor der til hver tidshorizont er knyttet 4 delsignaler – tomgang, leje, afkast og pris, jf. tabel 2.

**Tabel 2. 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

For yderligere information henvises til bagerst i analysen, hvor måle metoden er nærmere beskrevet.

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 2.

Summeres der på tværs af segmenterne, så ender det aktuelle – og det finansielle signal begge på 16 point. Snitter man lidt anderledes, så lander det økonomiske signal på 12 point og det finansielle signal på 20 point. Jagten på afkast og masser af fri kapital driver således startafkastet ned og ejendomspriserne op, hvilket også afspejles i et højt transaktionsvolumen på markedet for investerings-og erhvervsjendomme.



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

0-3 point	4-6 point	7-9 point	10-12 point	13-16 point
negativ	svagt negativ	neutral	svagt positiv	positiv

Trendsignalet opnåede 5 point i 1. kvartal 2021, en mindre stigning i forhold 4. kvartal 2020, idet tomgang, leje samt prisudvikling bevægede sig ligeud og afkastet, som ejendommen handles til fortsatte med at aftage.

Det aktuelle signal endte på 5 point i 1. kvartal 2021, en stor stigning i forhold til 4.kvartal, hvor det aktuelle signal noget overraskende lå på 0 point.

Det aktuelle signal for 1. kvartal dækker over en uændret tomgang, husleje samt afkast og stigende ejendomspriser. Dermed endte det samlede signal for kontorejendomme på **svagt positiv** i 1. kvartal, en markant forbedring i forhold til 4.kvartal, hvor signalet endte på **svagt negativ**.

Spørgsmålet er, om forbedringen af det samlede signal finder genklang i andre økonomiske indikatorer, som har betydning for kontorejendomme. Det gælder udviklingen i beskæftigelsen, restanceprocenten samt i hvor høj grad den øgede brug af hjemmearbejde vil blive konverteret til et reduceret forbrug af kontorarealer.

Vi starter med beskæftigelsen, der efter et mindre fald i januar som følge af nedlukningen af dele af økonomien, stabiliserede sig i februar og mon ikke, der er udsigt til en større stigning over de kommende måneder, som følge af den gradvise genåbning. Beskæftigelsen er altså igen på vej frem. Det er i den forbindelse værd at nævne, at faldet i beskæftigelsen denne gang var markant lavere end faldet i beskæftigelsen under den første nedlukning i foråret 2020.

Restanceprocenten for kontorlejen sprang også kraftigt i vejret i januar, idet restanceprocenten, ifølge EjendomDanmark, steg til 3,4%, men er siden faldet kraftigt tilbage og lå i marts på 1,1%, hvilket er det laveste niveau siden marts 2020. Hvis man tager udgangspunkt i et kvartalsgennemsnit, så faldt restanceprocenten fra 2,0% i 4. kvartal 2020 til 1,9% i 1.kvartal 2021.

Med andre ord så understøtter restanceprocenten og i mindre omfang beskæftigelsen en svag underliggende bedring inden for kontorejendomme.

Betyder bedringen af det aktuelle signal i 1. kvartal 2021, at den meget lave score i 4. kvartal 2020, var en enkeltstående begivenhed og altså ikke begyndelsen på en ny negativ trend, drevet af en mindsket efterspørgsel efter kontorer, som følge af en øget brug af hjemmearbejde. Det er et godt spørgsmål og det eneste vi kan sige på nuværende tidspunkt er, at det er for tidligt at drage nogen håndfaste konklusioner. Blandt aktørerne i ejendomsbranchen er uenigheden om effekten af hjemmearbejde da også relativ stor, idet nogen aktører forventer en meget stor effekt, mens andre venter, at effekten bliver negligerbar.

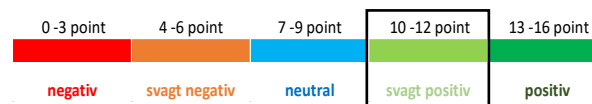
Snitter man data i et økonomisk- og et finansielt signal, så scorede det økonomiske signal 4 point i 1. kvartal og det finansielle signal 6 point i 1. kvartal, hvilket i begge tilfælde er en bedring på 3 point i forhold til 4. kvartal.

EjendomDanmark indsamler også data for tomgang og husleje og selvom der kan være både tidsmæssige og

geografiske forskelle i forhold til data indsamlet via Realkredit Danmarks vurderingsspecialister, så giver det en mulighed for en "second opinion" med hensyn til det økonomiske signal. Hvis vi underkaster data fra EjendomDanmark samme beregningsmetode, som vi benytter på vores egne data, så bekræftes vores konklusioner.



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

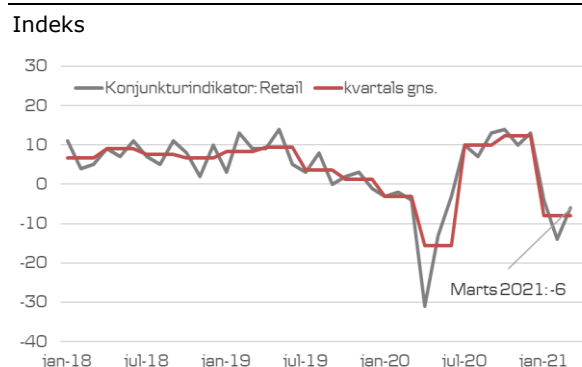


Det aktuelle signal scorede 6 point og trend signalet scorede 5 point, alt 11 point, hvilket betyder at det samlede signal ender på **svagt positiv**.

Umiddelbart stiller vi os lidt tvivlende over for signalet, idet Retail-sektoren var ramt af nedlukninger og restriktioner i årets første to måneder og først i marts måned blev en gradvis åbning initieret.

Kigger vi på de data som er offentliggjort for 1.kvartal, så understøtter de vores tvivl. Det gælder således konjunkturindikatoren for Retail-sektoren. Selvom indikatoren steg til -6 i marts, så faldt det kvartalvise gennemsnit til -8 i 1.kvartal 2021 fra +12 i 4.kvartal 2020, jf. figur 3

**Figur 3. Udviklingen i konjunkturbarometeret for Retail (sæsonkorrigeret)**



Kilde: Danmarks Statistik, ikke brudkorrigeret

Lidt den samme tendens så vi for restanceprocenten, som skød i vejret i januar, men som derefter aftog en anelse i både februar og marts. Det ændrer dog ikke ved, at restanceprocenten målt som et kvartalsgennemsnit steg til 9,0% i 1.kvartal fra 7,7% i 4.kvartal. Det samme billede genfindes i antallet af konkurser for aktive selskaber, som steg til 22 i 1.kvartal fra 18 i 4.kvartal. Stigningen er dog fortsat behersket, idet Retail-virksomhederne kan låne af det offentlige til betaling af den udskudte moms.

Kigger vi på det sæsonkorrigerede mængdeindeks for detailsalget, så fortsatte det med at falde i januar som følge af nedlukningen medio december, stabiliserede sig i februar og steg kraftigt i marts, som følge af den gradvise genåbning. Stigningen i marts var imidlertid ikke nok til at neutralisere tabet i årets to første måneder, så udtrykt ved et kvartalsgennemsnit lå det sæsonkorrigerede mængde indekx for detailhandel 4% lavere i 1. kvartal 2021 i forhold 4.kvartal 2020. Den stigende online handel har altså ikke kunnet neutralisere effekten af det manglende salg fra de fysiske butikker.

Såfremt man splitter de otte delsignalerne op på en lidt anden måde og i stedet ser på et økonomiske signal – tomgang og husleje – samt et finansielt signal – afkast og ejendomspris – så scorede det økonomiske signal 3 point i 1.kvartal, hvilket er marginalt højere end i 4.kvartal, hvor det økonomiske signal endte på 2 point.

Ligesom for kontorejendomme, anvender vi data for tomgang og husleje fra EjendomDanmark – som en form for "second opinion" hvad angår det økonomiske signal. Her viser det sig, at de enkelte delsignaler er fuldstændig ens, jf. tabel 3. Det bestyrker os i vores tro på, at det økonomiske signal er retvisende.

**Tabel 3. Økonomisk signal: RD data og ED data**

RETAIL, HELELANDET	RD vurderingsdatabase		EjendomDanmark	
	TOMGANG	LEJE	TOMGANG	LEJE
AKTUELT	➡	➡	➡	➡
TREND	⬆	➡	⬆	➡

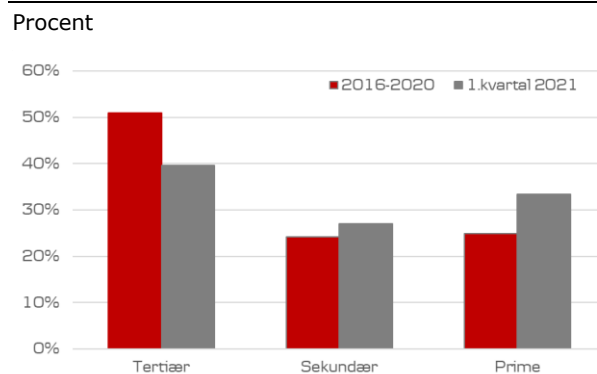
Kilde: Realkredit Danmark, EjendomDanmark og egne beregninger

Det finansielle signal overrasker derimod, idet det scorede 8 point, hvilket dækker over et aftagende afkastkrav og stigende ejendomspriser. Desværre har vi for øjeblikket ikke adgang til nogen brugbare data, som tillader en "second opinion", men når vi kigger på vores egne data er der nogle iøjefaldende fejlkilder.

For det første var der kun 192 vurderinger af Retail-ejendomme i 1. kvartal og i forhold til historikken er det 25% færre vurderinger end det historiske gennemsnit. Antallet af vurderinger i 1. kvartal var faktisk det laveste antal vurderinger i den periode vi har data for, hvilket er siden starten af 2016, og det betyder en forøget usikkerhed i forhold til signalerne.

Derudover så var andelen af sekundær- og prime retail ejendomme hhv. 3 og 8 procentpoint højere end det historiske gennemsnit i perioden 2016-2020 og andelen af "tertiære" retail-ejendomme 11 procentpoint lavere, jf. figur 4, hvilket isoleret vil trække afkastkravet og ejendomsprisen op.

**Figur 4. Vurderinger fordelt på kvalitet**

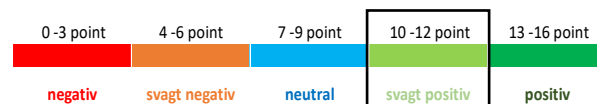


Kilde: Realkredit Danmark

Men hvorfor slog ovenstående effekt ikke ud på huslejen? Svaret er, at det var den meget tæt på at gøre, idet signalet for huslejen var meget, meget tæt på at tippe til "op siden", men endte altså lige akkurat på ligeud.



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



Det aktuelle signal endte på 5 point og trendsignalet endte på 6 point, en samlet score på 11 point og det betød et samlet signal på **svagt positiv**, en pæn forbedring i forhold til 4.kvartal, hvor det samlede signal lå på **svagt negativ**.

Vi stillede os lidt undrende over for det negative signal for 4. kvartal, særligt fordi den positive udvikling på ejerboligmarkedet oftest smitter af på lejemarkedet

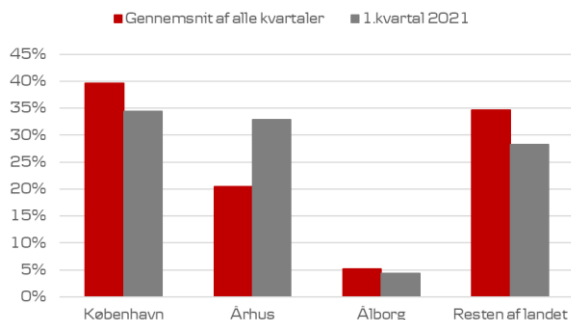
samtidig med at danskernes økonomi generelt var sund, hvilket den meget lave restanceprocent inden for boligudlejning blandt andet var udtryk for.

Da vi kiggede dybere ned i data for 4.kvartal, viste det sig, at i forhold til normalen, var århusianske lejeboliger overrepræsenteret på bekostning af de københavnske lejeboliger og det kunne være en forklaring på, hvorfor signalet kom så svagt ud.

I data for 1.kvartal er de århusianske lejeboliger også overrepræsenteret i forhold til normalen, men modsvares denne gang kun af en mindre underrepræsentation af københavnske lejeboliger, idet også lejeboliger i resten af landet er underrepræsenteret, jf. figur 5.

**Figur 5. Geografisk fordeling for 1. kvartal baseret på ejendomsværdier i forhold til gennemsnit af alle kvartaler**

Procent, andel i alt



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingssystem

Lejeniveau og ejendomspriser er normalt højere – afkast lavere – i København end i Århus, men det modsvares denne gang af, at lejeniveau og ejendomspriser i Århus omvendt er højere – afkast lavere – end i resten af landet og det betyder, at data for 1. kvartal nok alligevel ikke er så langt fra normalen, hvilket vil sige det historiske gennemsnit i perioden 2016-2020.

*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, kan vi se nærmere på, hvordan det går for følgende tre segmenter: udlejningsejendomme, kontor og retail.

Analysen tager udgangspunkt i hele Danmark. Vi er klar over, at der er geografiske nuancer, men i første omgang zoomer vi ind på markedet som helhed. Det er muligt i vores vurderingssystem, at zoome ned på mindre geografiske enheder, hvilket er oplagt i forhold til fremtidige analyser af ejendomsmarkedet.

### 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 for denne analyse. Vurderinger laves typisk i forbindelse med ejendomstransaktioner, LTV-overvågninger og tillægsbelåning.

Men hvad afgør om det går godt eller skidt? Skal man kigge på tomgangen, udviklingen i lejeniveauet, prisen på erhvervsjendommen eller det afkast, som ejendommene handles til? I denne analyse ser vi på alle fire variable: 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. Samtidig kan der være store forskelle på de ejendomme, der indgår i det statistiske grundlag. Ikke bare i forhold til geografi, størrelse og stand, men også i forhold til ejendommens anvendelse og fremtidige udviklingspotentiale. 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 2: 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 2 er vist de otte tidsserier, som kan udledes for de tre segmenter – boligudlejning, 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 deltaljer, prøver vi at si støj i data fra ved at lade tidsserien volatilitet indgå i beslutningsgrundlaget. Således udrustet har vi fem mulige signaler for hver enkelt tidsserie, jf. tabel 3.

**Tabel 3: 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 der, at hvis tomgangen er stigende, så er det et svaghedstegn og 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 4.

**Tabel 4: 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 5.

**Tabel 5: 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