

November 2021



Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 3. 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. I 3. kvartal landede signalet for retail og bolig på "svagt positivt", hvorimod kontor endte på "svagt negativt". Selvom der for alle tre segmenter er tale om et dårligere signal i forhold til 2. kvartal, så viser signalerne for retail og bolig, at der fortsat er fart på, men at væksttempoet er gået lidt ned i gear. Det negative signal for kontor skal vi være varsomme med at tolke for hårdt på, da der er markant færre vurderinger af københavnske kontorejendomme end normalt i 3. kvartal, hvilket bidrager til øget usikkerhed om signalet. Det skal dermed heller ikke ses som en første indikation på en negativ effekt fra øget hjemmearbejde og mindsket efterspørgsel efter kontorlokaler.

Tabel 1: Temperaturmåling på investerings- og erhvervsejendomme i 3. kvartal 2021

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

Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

Af: Mark Maack Gibson, Chefanalytiker

Økonomien gik lidt ned i gear i 3. kvartal

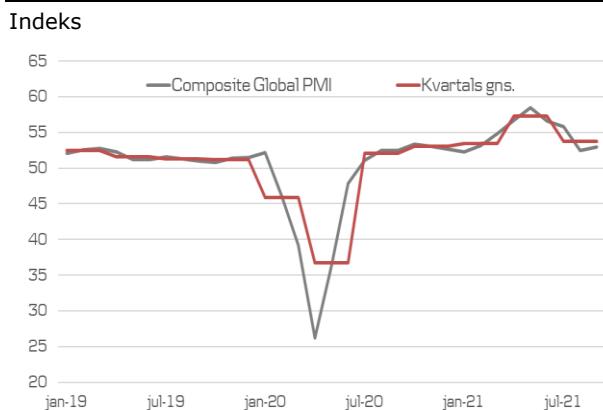
Antallet af smittede med Covid-19 fortsætter med at bølge frem og tilbage både globalt og i Danmark. Globalt steg antallet af smittede i både juli og august, men faldt derefter kraftigt i september. Dermed gennemlevede vi endnu en Covid-19 bølge top i 3. kvartal. Det blev den fjerde bølge top, men det specielle denne gang var, at sammenhængen mellem antallet af smittede og antallet af døde udviklede sig

markant anderledes end under de tidligere bølger. Selvom antallet af smittede på globalt plan toppede relativt tæt på de tidligere toppe, så toppede antallet af døde denne gang på et markant lavere niveau. I Danmark blev bølgegangen endnu engang mindre, hvilket især må tilskrives, at en tredjedel af Danmarks befolkning var færdigvaccineret primo juli, stigende til trefjerdedele ved udgangen af september.

Efter en meget positiv genåbningseffekt i 2. kvartal, så er den økonomiske aktivitet både globalt og i Danmark gået ned i gear i 3. kvartal. Et af de mest fulgte globale aktivitetsindeks – globalt PMI – som dækker over både fremstillings- og servicesektoren viste

således et fald til 53,8 i 3. kvartal fra 57,3 i 2. kvartal. Da indekssværdien 50 er skillelinjen for, hvorvidt der er økonomisk vækst eller ej, kan vi konstatere, at der fortsat er fart på global økonomi, men at tempoet er gået ned i gear, jf. nedenstående figur 1.

Figur 1. Sammensat Globalt PMI, 2019-2021



Kilde: Markit, Macrobond financial og egne beregninger

Det samme gælder dansk økonomi. Efter en hæsbælende stigning på 2,8% k/k i 2. kvartal, så peger Nationalbankens realtidsmodel på en vækst i 3. kvartal på 0,5% k/k.

Ovenstående udvikling genfindes også på markedet for investerings- og erhvervsjendomme, hvor signalerne i overvejende grad er positive, men hvor udviklingen også er gået en smule ned i gear, jf. tabel 2.

Tabel 2. Samlet økonomisk og finansielt signal for de tre segmenter: kontor, retail og bolig

	Økonomisk signal *	Finansielt signal **
1. kvartal	neutral	positiv
2. kvartal	positiv	positiv
3. kvartal	neutral	svagt positiv

*: Tomgang og leje **: Afkastkrav og ejendomspris

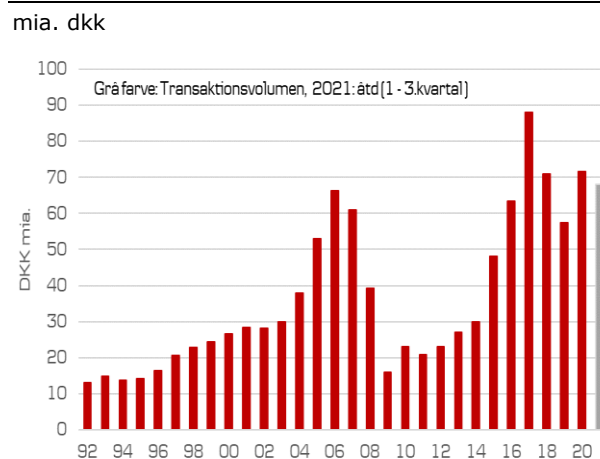
Kilde: Realkredit Danmark

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

Det samlede økonomiske signal, som altså omfatter udviklingen i tomgang og husleje for alle tre segmenter: kontor, retail og bolig, landede på **neutral** i 3. kvartal, en vis afmatning i forhold til **positiv** i 2. kvartal, men på linje med signalet for 1. kvartal, som også endte på **neutral**. Det samlede finansielle signal, som dækker over udviklingen i afkast og ejendomspris, endte på **svagt positiv** i 3. kvartal, et marginalt faldt fra **positiv** i 1 - og 2. kvartal. Den marginale nedgang i det finansielle signal for 3. kvartal betyder, at jagten på afkast samt rigelig med risikovillig kapital fortsat driver startafkastet ned og ejendomspriserne op, hvilket også afspejles i et fortsat højt niveau for transaktionsvolumen på markedet for investerings- og erhvervsjendomme.

Der blev således solgt ejendomme i 3. kvartal for imponerende 29 mia., hvilket betyder, at der i årets første tre kvartaler blev omsat ejendomme for i alt 68 mia. Selvom vi fortsat mangler et helt kvartal nærmer vi os allerede det næstbedste år nogensinde på transaktionsfronten, og får vi ellers et fornuftigt 4. kvartal, så tyder alt på, at 2021 bliver et rekord år, jf. figur 2.

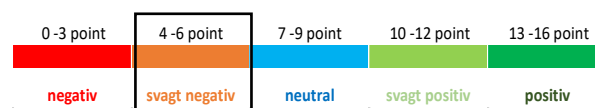
Figur 2. Transaktionsvolumen, 1992-21



Kilde: Colliers og egne beregninger



Signal for kontorejendomme for 3. kvartal endte på svagt negativ

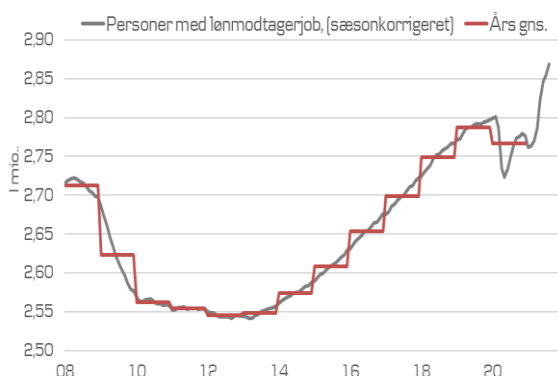


Efter en score helt i top i 2. kvartal, hvor kontorsegmentet scorede maksimumpoint, blev scoren væsentlig mere afdæmpet i 3. kvartal, idet det samlede signal endte på **svagt negativt**. Der er ikke noget underligt i, at fremgangen bremsede op efter den meget høje score i 2. kvartal, men vi har svært ved at genkende det negative resultat, når vi ser på de andre økonomiske indikatorer.

Fremgangen i beskæftigelsen fortsatte således i 3. kvartal med en fremgang i den sæsonkorrigerede beskæftigelse på gennemsnitlige 11.500 personer pr. måned, en særdeles robust stigning, men dog lidt mindre end i 2. kvartal, hvor den sæsonkorrigerede beskæftigelse i snit steg 25.500 pr. måned, jf. figur 3

Figur 3. Den sæsonkorrigerede beskæftigelse

Antal personer



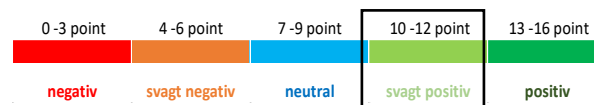
Kilde: Danmarks Statistik

De positive takter genfindes i den lave restanceprocent, som fortsatte på ca. 2 % i 3. kvartal, uændret i forhold til 2. kvartal. Et kig på hvor mange kontorejendomme der er til salg, peger også i positiv retning. Både de udbudte kontorlokaler i kvm. og udbudsprocenten, hvor de udbudte etagemeter er målt i forhold til den skønnede byggemasse, faldt i 3. kvartal.

Man kunne naturligvis også knytte det negative signal for kontorejendomme til den øgede brug af hjemmearbejde. Selvom ovenstående naturligvis ikke kan udelukkes som forklaring, så tror vi forklaringen i højere grad skal findes andetsteds. For det første så blev der i 3. kvartal kun lavet 113 vurderinger, det laveste antal vurderinger i den periode, vi har data og det øger desværre sandsynligheden for støj i signalet. For det andet var der en markant ændring i data for 3. kvartal i den geografiske fordeling af de vurderede ejendomme. Målt på ejendomsværdien, så fylder de københavnske kontorejendomme normalt ca. 50%, men i 3. kvartal faldt dette tal til 30%. Målt på ejendomsværdien, så fyldte Århus og Ålborg til gengæld mere end normalt. Idet huslejen og kvadratmeterprisen oftest er væsentlig højere i København relativt til Århus/Ålborg, mens startafkastet er mindre, så kan den lidt skæve geografiske datafangst relativt til normalen have skubbet signalet for kontor for meget i den negative retning.



Signal for retail-ejendomme for 3. kvartal endte på svagt positiv

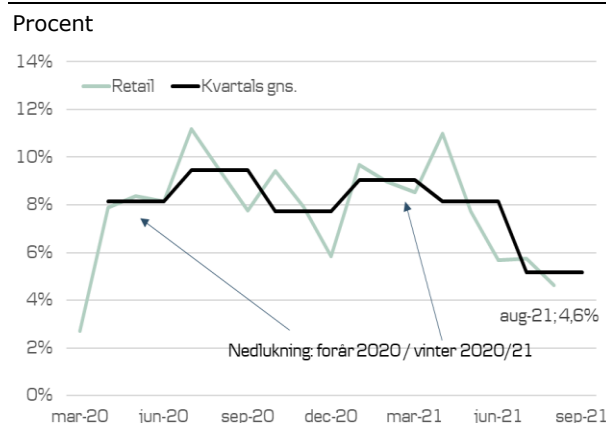


Det samlede signal for retail endte på **svagt positiv** i 3. kvartal og dermed fortsatte den positive udvikling, som kendetegnede både 1.- og 2. kvartal. Der er dog tale om en mindre tilbagegang i forhold til 2. kvartal, hvor signalet endte på **positiv**, hvilket er topniveauet.

Resultatet flugter meget godt overens med en række af de øvrige markedsindikatorer, vi kigger på. Efter den meget kraftige stigning i både det samlede detailsalg samt det fysiske salg fra butikkerne i 2. kvartal, så faldt salget marginalt tilbage i 3. kvartal.

Det er der for så vidt ikke noget underligt i, idet 2. kvartal var præget af en ekstraordinær positiv genåbningseffekt. På den baggrund er det faktisk flot, at det høje niveau blev fastholdt i 3. kvartal. Der var også andre positive indikatorer. Antallet af konkurser i aktive retail virksomheder faldt til det laveste niveau siden finanskrisen i 3. kvartal. Derudover faldt restanceprocenten til 5,2% i 3. kvartal fra 8,1% i 2. kvartal, og er dermed ikke langt fra niveauet før nedlukningerne, jf. figur 4

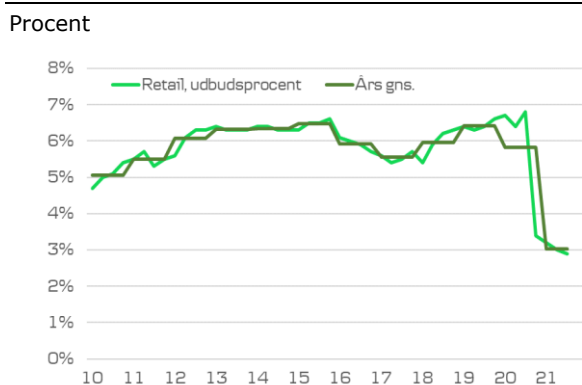
Figur 4. Restanceprocent for huslejen



Kilde: EjendomDanmark

Med til den positive historie hører, at udbuddet af retailbutikker – både målt i kvadratmeter og i procent af byggemassen - er faldet til det laveste niveau siden finanskrisen, så der nu er 0,6 mio. kvm. butiksarealer til salg, svarende til blot 3% af den skønnede byggemasse, jf. figur 5

Figur 5. Udbudsprocent, pct. af skønnet byggemasse

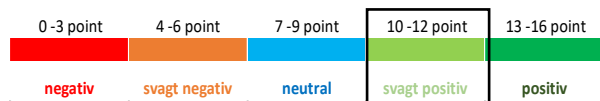


Kilde: Ejendomstorvet

Hvad angår de rentefri skattelån til betaling af moms og A-skat, så er betalingsfristen, som tidligere lå så tidligt som 4. kvartal 2021, udskudt til april 2022 og tilbagebetalingsperioden er udvidet til 24 måneder fra tidligere 12 måneder. Renten som skal betales er 0,7% pr. måned.



Signal for boligudlejningsejendomme for 3. kvartal endte på svagt positiv

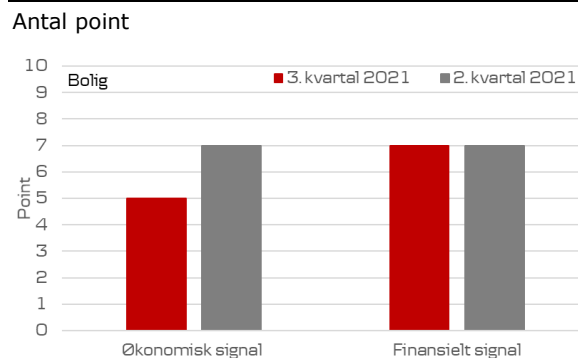


Det økonomiske signal endte på 5 point og det finansielle endte på 7 point, en samlet score på 12 point. Det betød et samlet signal på **svagt positiv**, en marginal nedgang i forhold til 2. kvartal, hvor signalet endte på **positiv**. Signalet peger dermed på fortsat

fremgang, men i et lidt langsommeligt tempo end i kvartalet før.

Hvis man graver lidt ned i detaljerne, så var scoren for det finansielle signal i 3. kvartal uændret i forhold til 2. kvartal, hvorimod scoren for det økonomiske signal i 3. kvartal var en anelse lavere, jf. figur 6.

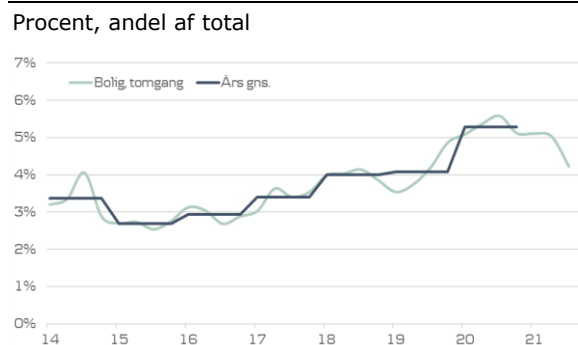
Figur 6. Det økonomiske og finansielle signal for boligudlejning, 3. kvartal vs. 2. kvartal



Kilde: Realkredit Danmarks erhvervsvurderingsdata

Svækkelsen af det økonomiske signal for 3. kvartal skyldes primært et mere negativt signal for udviklingen i tomgangen. I hele træskolængder viser vores data fortsat en svagt stigende tomgang siden starten af 2016. Denne udvikling var også dominerende i data fra EjendomDanmark indtil for nyligt. I de seneste data for 3. kvartal er tomgangen dog begyndt at falde i henhold til deres tal, jf. figur 7.

Figur 7. Tomgang inden for boligudlejning



Kilde: EjendomDanmark

Når det samlede signal for boligudlejning alligevel ender på svagt positiv skyldes det, at vores model set-up ikke kun ser på udviklingen i tomgangen, men også kigger på husleje, afkast og ejendomspris, og her er signalerne overvejende positive. Dette understøttes også af de andre data, vi kigger på. Restanceprocenten var således uændret lav i 3. kvartal, antallet af ledige var lavere end før covid-19 krisen og selvom tempoet på ejerboligmarkedet er gået lidt ned i gear, så er trenden fortsat op for prisen på ejerlejligheder, hvilket har en positiv afsmittning på prisudviklingen inden for boligudlejning.

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.

Table 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 deltaljer, 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.

Table 2: De frem 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.

Table 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, svag 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.

Table 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.

Table 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