

Erik Thedéen: Ränta, inflation, fastigheter och stabiliteten

Datum: 2022-09-15

Talare: Erik Thedéen

Möte: Fastighetsvärlden Öresundsmarknaden Malmö Live, Malmö

Inledning

Först av allt vill jag tacka för inbjudan och tillfället att få redogöra för FI:s syn på det rådande läget på fastighetsmarknaden. Jag tänkte börja den redogörelsen med att berätta om vilka åtgärder vi sedan tidigare har vidtagit för att dämpa riskerna i sektorn, för att sedan gå över till att delge er vår syn på det rådande läget och vilka lärdomar som vi tycker att branschen bör dra för framtiden.

FI:s åtgärder för att dämpa riskerna i fastighetssektorn

Finansinspektionen har under flera år varnat för risker för den finansiella stabiliteten knutet till den svenska fastighetssektorns höga belåning och räntekänslighet. Sektorn har gynnats av en lång period av stark ekonomisk tillväxt och låga räntor. Det har drivit upp fastighetspriserna, samtidigt som vakanserna har varit låga och hyrestillväxten hög. God tillgång till billiga krediter har gjort det möjligt för fastighetsföretag att med hjälp av större och större lån förvärva fastigheter till allt högre priser. Ombyggnad och nybyggnation har också varit omfattande tack vare samma gynnsamma förutsättningar. Resultatet har blivit att fastighetssektorn i dag har en hög skuldsättning i absoluta tal och i förhållande till fastigheternas driftsnetton eller kassaflöden.

Bankerna är de största kreditgivarna till fastighetsföretagen. Lån till fastighetsföretag utgör nästan hälften av svenska bankers utlåning till icke-finansiella företag. Att bankerna inte tar alltför stora risker i förhållande till sin förmåga att bära eventuella förluster är avgörande för den finansiella stabiliteten.

Under våren 2019 begärde FI in data på bankernas exponeringar mot fastighetsföretag, för att kunna bedöma riskerna i utlåningen. Våra analyser visade att företagen har relativt svag motståndskraft mot ett scenario med fallande hyresintäkter, exempelvis till följd av stigande vakanser, och högre räntor. Mot bakgrund av den analysen bedömde vi att bankerna behövde mer kapital för att täcka risken för kreditförluster i sin utlåning och fattade därför beslut om ett riskviktsgolv på 35 procent för kommersiella fastigheter och 25 procent för bostadsfastigheter, i början av 2020. Riskviktsgolvet har ökat bankernas motståndskraft mot kreditförluster i fastighetssektorn. Jag ska återkomma till hur viktigt detta är.

Men fastighetsföretagen lånar inte bara av banker. Under de senaste 15 åren med låga räntor har sektorn i betydande grad ökat sin marknadsfinansiering, genom att emittera företagsobligationer och certifikat. Denna utveckling har gett upphov till andra typer av risker, framför allt refinansieringsrisk.

Under coronapandemins inledning såg vi att den svenska företagsobligationsmarknaden visade bristande funktionsförmåga under stress. Stora kundutflöden från företagsobligationsfonder förvärrade situationen, när fonderna behövde sälja obligationer och hade svårt att hitta köpare. Likviditeten på andrahandsmarknaden försämrades kraftigt och nyemissionerna sjönk. Fastighetsföretagen blev då tvungna att dra på sina kreditfaciliteter hos bankerna respektive ansöka om nya krediter för att refinansiera förfall av certifikat och obligationer. Sedan dess har FI tagit ett antal initiativ för att förbättra obligationsmarknadens funktionsförmåga. En viktig faktor bakom de problem som blev tydliga under pandemin är den stora andel av investerarna i fastighetsföretagens obligationer som utgörs av öppna investeringsfonder med daglig inlösenrätt, främst företagsobligationsfonder. Ett annat problem är andrahandsmarknadens bristande genomlysning och likviditet.

FI har därför:

- fördjupat vår tillsyn av fondernas likviditetshantering, för att säkerställa att de kan hantera scenarier med stora inlösenolymer.

- uppmanat branschen att förbättra transparensen på andrahandsmarknaden, genom att ta fram en ny praxis för transaktionsrapportering av avslutspriser och –volymer för obligationer. En sådan självregleringslösning finns nu på plats genom Svensk Värdepappersmarknads försorg.
- verkat för att företagen ska emittera företagsobligationer enligt en benchmarkstandard för att skapa förutsättningar för en bättre likviditet på andrahandsmarknaden.
- bett regeringen ta fram förslag på lagstiftning för att underlätta tillämpning av likviditetsverktyg i fonder, som swing pricing (rörlig fondandelskurs).

Med det sagt är arbetet med att förbättra obligationsmarknadens funktionsförmåga inte på långa vägar slutfört. Marknadsdeltagarna själva har det primära ansvaret – både banker, företag som ger ut obligationer och investerarna själva. FI kommer att fortsätta trycka på för att stärka marknadens motståndskraft mot störningar.

Hur har utvecklingen i år påverkat riskbilden?

För runt ett år sedan började som bekant inflationen att sticka iväg utomlands och i Sverige. Det har visat sig att det inte var en tillfällig uppgång. Som en följd av det har centralbanker världen över stramat åt penningpolitiken. I Sverige har ränteförväntningarna stigit snabbt. Från en nivå strax under noll procent vid årsskiftet har räntan på en tvåårig statsobligation stigit till över 2 procent i dagsläget. Riksbanken har höjt styrräntan kraftigt och aviserat fler höjningar. Även creditspreadarna på företagsobligationer har stigit, vilket har bidragit till att öka fastighetsföretagens totala kostnad för ny marknadsfinansiering. Creditspreadarna har vidgats mest för företag med hög belåning och räntekänslighet. Som mest har creditspreaden på BBB-ratade fastighetsföretag varit uppe i 3 procent över swapräntan.

De stigande räntorna och creditspreadarna innebär utmaningar för den kommersiella fastighetssektorn, eftersom dess belåning är hög i förhållande till kassaflödet i rörelsen. Nu testas sektorns motståndskraft.

Fastighetsföretagen kommer successivt att behöva betala mer för sin lånefinansiering. Det är oundvikligt och sunt efter en lång period av mycket låga räntor och nedpressade riskpremier. Sannolikt är situationen också hanterbar givet att fastighetsföretagen startar med ett gott underliggande resultat. Avgörande blir om intjäningen kan hållas uppe, om ränteuppgången

inte blir alltför stor och om det fortfarande går att få tag på lånefinansiering i tillräcklig omfattning.

Hur ser Finansinspektionen då på utmaningarna som fastighetssektorn står inför i det rådande läget, när de risker vi varnat för i hög utsträckning har realiserats?

Låt mig börja med att kommentera intjäningen innan jag går in lite djupare på finansieringen.

Från fastighetsföretagen själva hörs ofta röster som tonar ned riskerna. Man pekar på höga uthyrningsgrader, stabila intäkter och goda rörelseresultat. Man påpekar att hög inflation inte primärt är ett problem för just fastighetssektorn, eftersom hyresavtalen typiskt sett är inflationsindexerade. Men med det synsättet riskerar man att underskatta problemets komplexitet. Branschen står i själva verket inför ett dilemma som man delar med många andra ekonomiska beslutsfattare i det rådande läget. Går det i praktiken att få igenom prishöjningar?

De höga inflationstalen drivs till stor del av stigande energi- och råvarupriser. Prisökningarna spiller även över till andra varor och tjänster. Det innebär att prisökningarna urholkar hushållens köpkraft – hushållens konsumtion har blivit väsentligt dyrare och kommer sannolikt att sjunka. Konjunkturinstitutets konfidensindikator för hushållen har fallit kraftigt sedan årsskiftet. Sjunkande hushållskonsumtion bidrar även till att konjunkturprognoserna successivt har reviderats ned. Man kan således inte utesluta en utveckling som präglas av svag konjunktur i kombination med hög inflation. I själva verket verkar många bedömare anse att ett sådant scenario ser mer sannolikt ut i dag än före sommaren. Om fastighetsföretagen höjer hyrorna i ett sådant läge, skulle vissa kunder sannolikt få problem att betala dem. Det gäller särskilt i branscher som i hög grad riktar sig mot privata konsumenter, exempelvis detaljhandeln. Man kan nog förutse en hel del motstånd mot höjda hyror från många företags sida. De kommersiella hyresgästerna drabbas dessutom i många fall av dyrare el- och uppvärmningskostnader precis som hushållen. Många hyresavtal kan i själva verket komma att behöva omförhandlas om svensk ekonomi går in i en djup lågkonjunktur, för att utvecklingen inte ska leda till stigande vakanser. Det är med andra ord inte säkert att branschen kan kompensera de stigande räntekostnaderna fullt ut genom inflationsindexerade hyror. Till detta kommer att den stora del av det kommersiella fastighetsbeståndet i Sverige som utgörs av bostadsfastigheter inte har någon direkt indexering.

Här fastställs istället hyrorna i förhandlingar mellan Hyresgästföreningen och fastighetsägarna, vilket brukar innebära en mindre inflationskompensation, åtminstone på kort sikt.

Slutligen måste man ha storleksordningarna klara för sig. Eftersom fastighetsföretagens skulder i förhållande till kassaflödet är så höga, upp emot 15 gånger större, skulle full KPI-indexering på exempelvis 8 procent endast kompensera för en höjning av räntekostnaden med runt 0,5 procentenheter. Som det nu ser ut blir den sammanlagda ränteökningen väsentligt högre.

När FI för några år sedan fattade beslut om ett riskviktsgolv för bankernas utlåning till fastighetssektorn, lutade vi oss på ett stresstest som mätte företagets motståndskraft mot ett scenario där hyresintäkterna sjönk med 10 procent och räntekostnaderna steg med 3 procentenheter. Då var det många som kritiserade våra antaganden, särskilt menade man att vi tog i på tok för mycket med den stressade räntekostnaden. Mot bakgrund av årets utveckling av både ränteläget och kreditspreadarna kan man snarare fråga sig om vi tog i för lite. Men det viktiga är att aktörerna nu inser att sämre marknadsförutsättningar är en realitet som måste hanteras.

Hur ser det då ut med finansieringen för fastighetsföretagen? I närmare ett halvår har det i stort sett inte förekommit obligationsemissioner från den stora grupp fastighetsföretag som ligger i ratingkategorin BBB. Periodvis har marknaden varit helt stängd till följd av en hög riskaversion bland placerare och emittenterna har valt att avvakta även om det möjligen kunde ha gått att emittera. På kort sikt har detta inte varit något större problem. Företagen har haft relativt lite obligationsförfall och bankuplåningen har ökat en del.

I dag förefaller det vara så att det står och väger på den svenska företagsobligationsmarknaden. Obligationsemissionerna har den senaste tiden kommit igång för starka industribolag och för fastighetsföretag med A-rating och starka ägare. Det är ett steg i rätt riktning. Kreditspreadarna har krympt i tunn handel på andrahandsmarknaden.

För den viktiga placerarkategorin företagsobligationsfonder var bruttoflödena under juli stora både in och ut men nettot var svagt positivt. Under augusti har nettoinflödena större – 1,4 miljarder kronor.

Att det finns ett placeringsbehov är viktigt för att en bredare emissionsverksamhet ska komma igång, inklusive emissioner från den stora

gruppen BBB-ratade fastighetsföretag. Men förutom gynnsam mikrodynamik på obligationsmarknaden krävs också att makroförutsättningarna förbättras. Så länge vi upplever stigande eller mycket volatila räntor och kreditspreadar finns det risk för att emissionsverksamheten blir låg.

Ett möjligt positivt scenario är att emissionerna från BBB-emittenterna under hösten kommer igång så sakteliga på nya, högre spreadnivåer. En förutsättning för det är just att den generella marknadsvolatiliteten minskar och att låntagarna ”gillar läget”, att upplåningen har blivit klart dyrare. Om en sådan mer positiva trend håller i sig kan det successivt fram till årsskiftet mer generellt etableras en ”rimlig” prisbild, där fler emittenter och placerare kan mötas i större utsträckning. Men även den prisbilden innebär med all sannolikhet klart högre kreditspreadar än före 2022.

Det finns samtidigt ett mer negativt scenario där risken för recession och fallande fastighetsvärden bedöms öka, i värsta fall utan att räntorna först har slutat stiga. Det kan ha en negativ effekt på kreditkvaliteten hos fastighetsföretagen och leda till ytterligare riskaversion hos placerarna och nedgradering av låntagares ratingbetyg. Då kan fastighetsemittenter i BBB-kategorin få stora svårigheter att ge ut obligationer i önskvärd omfattning.

Om företagen får svårt att refinansiera förfallande obligationslån kan det uppstå en press att sälja fastigheter för att lätta på lånebördan. Enstaka företag gör detta redan. Ett bredare utbud av detta slag kan utlösa ett tryck nedåt på fastighetsvärden och i värsta fall vara destabiliserande. I ett sådant läge är det viktigt med ett starkt banksystem med kapacitet och vilja att i kontrollerade former öka sin fastighetsutlåning. När FI har höjt kapitalkrav både i form av riskviktsgränser och generella buffertkrav på bankerna de senaste åren har syftet varit att värna den finansiella stabiliteten som inte är något abstrakt mål som bara handlar om att undvika att systemviktiga banker går omkull vid stress. Minst lika viktigt är att bankerna ska kunna upprätthålla kreditförsörjningen även under viss press.

Vi har uppfattat att flera företag i dag förhandlar om nya lån och kreditfaciliteter i bankerna för att ha möjlighet att vänta med obligationsemissioner om marknaden fortsätter att vara svår. Det är en klok politik som minskar refinansieringsriskerna i marknadsfinansieringen.

I det långa loppet är det bra om Sverige kan ha ett finansiellt system som både består av starka banker och en väl fungerande obligationsmarknad för företag. Det ger utrymme för riskspridning och större flexibilitet i finansieringen. Det kan vara bra att ha ett alternativ om banksystemet eller

obligationsmarknaden skulle få minskad riskaptit eller temporära problem. Just nu är det obligationsmarknaden som går igenom en anpassningsprocess efter flera år av stark expansion. I ett annat läge skulle det kunna vara bankerna som måste hålla igen.

Sammanfattningsvis anser FI att det är positivt att kreditvärdiga fastighetsföretag kan få bankfinansiering om obligationsmarknaden torkar upp. Samtidigt är det självklart att bankerna inte bör öka sina kreditrisker för mycket. Bankerna står här inför en svår balansgång. FI kommer att noga följa utvecklingen.

Vilka lärdomar tycker FI att branschen bör dra av årets utveckling?

Som allt företagande innebär fastighetsverksamhet betydande rörelserisker: vakansrisker, hyresnivårisker, kostnadsrisker i drift, underhåll och projektutveckling och inte minst värderingsrisker. Framgångsrikt fastighetsföretagande handlar om att ta och hantera dessa risker på ett kalkylerat sätt. Men att spå på risktagandet genom att ta stora finansiella risker – knutna till ränteutveckling och refinansieringsmöjligheter – är mer vanskligt, både för det enskilda företaget, för branschen och potentiellt för den finansiella stabiliteten. Det beror i sin tur på att företagen i fastighetsbranschen delvis är beroende av andra företag i samma bransch och att branschen samtidigt är i hög grad beroende av utvecklingen inom andra sektorer och samhällsekonomin i stort.

Att äga och förvalta fastigheter är ofrånkomligen en kapitalintensiv verksamhet. Fastighetstillgångar har lång livslängd, vilket innebär att finansiering med lån är naturligt för att nå avkastning på det egna kapital som är investerat i verksamheten. Men det innebär inte att skuldsättningen i fastighetsverksamhet kan vara hur hög som helst. Kapitalstrukturer som innebär hög finansiell risk har historiskt visat sig vara riskabla. I Sverige betraktas hög skuldsättning som naturligt i fastighetsbranschen, men utomlands är det i regel inte så. Belåningsgraden hos de större svenska fastighetsföretagen ligger runt 47 procent i medeltal medan det europeiska genomsnittet är 38 procent.

FI och andra bedömare har vid flera tillfällen påtalat att företagen bör finansiera sig med längre löptider på lånen och med mindre ränterisk (det vill säga mindre exponering mot stigande rörlig ränta). I någon mån har företagen gått i den riktningen men mot bakgrund av det som hänt i år har

det inte varit tillräckligt för att undvika att hamna i ett läge med både överhängande ränterisk och refinansieringsrisk.

Det är nödvändigt med ett holistiskt perspektiv på finansiell risk. Det första man då bör beakta är att belåningen måste ses både i förhållande till fastighetsvärden och i relation till det operativa kassaflödet. Det är givetvis bra om tillgångarnas värde inte är för högt belånat men man kan inte betala låneräntor och amorteringar med tillgångsvärden. Till det krävs det kassaflöde. Man kan se värdemässiga och kassaflödesmässiga belåningsgrader som två former av finansiell hävstång. Ingen av dem bör tillåtas bli för stor. Dessutom bör man betrakta både de värdemässiga och de kassaflödesmässiga belåningsgraderna i ljuset av den räntesäkring som tillämpas.

FI har inget tillsynsansvar över de kommersiella fastighetsföretagen men det är uppenbart att fastighetssektorn spelar en roll för finansiell stabilitet, som är FI:s huvudsakliga ansvarsområde. FI kan inte införa regleringar på de kommersiella fastighetsföretagen men vi kan uttrycka uppfattningar om hur riskerna för den finansiella stabiliteten skulle kunna minskas genom frivilliga anpassningar i fastighetsföretagen. Låt mig avslutningsvis lämna några förslag på anpassningar som på lång sikt kan göra fastighetsbranschen stabilare och därmed också bidra till finansiell stabilitet.

Fastighetsföretagen bör överväga att ha:

- Väsentligt mer långfristig upplåning, fler olika oberoende lånekällor och jämnare fördelning av låneförfall.
- Klart mindre exponering för ränterisk – både högre grad av räntesäkring och längre säkringar som skydd mot stigande korträntor.
- Mer transparent kommunikation om finansiella risker, till exempel att företagen:
 - Publicerar regelbundna scenariobaserade stresstester.
 - Redovisar räntekänsligheten över tid tydligt med antagande om ränteuppgångar, till exempel utifrån marknadens ränteförväntningar (implicita terminräntor).