

T A L



Datum: 2017-05-10
Talare: Erik Thedéen
Möte: DI Bank

FI Dnr 17-590

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 408 980 00
Fax +46 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet

Hej och tack för att jag fått komma hit. Finansinspektionens (FI) uppdrag är att verka för ett stabilt finansiellt systemet och ett gott konsumentskydd samt motverka finansiella obalanser. Vi har vid ett flertal tillfällen lyft riskerna som är förenade med hushållens stora skulder och vidtagit åtgärder (som amorteringskrav) för att motverka finansiella obalanser. Vi har också lyft riskerna med att det svenska banksystemet är stort och nära sammanlänkat, beroende av marknadsfinansiering, och därmed beroende av ett högt förtroende bland insättare och investerare. Detta är fortsatt viktigt för FI, men inte det jag vill tala om nu. Utan i dag tänkte jag fördjupa mig i *utvecklingen på den kommersiella fastighetssektorn* som även den kan ge upphov till finansiell instabilitet och stora samhällsekonomiska problem.

Historiskt sett har den kommersiella fastighetssektorn, både i Sverige och i andra länder, ofta spelat en betydande roll i större finanskriser. Krisen på 1990-talet utlöstes av prisfall på kommersiella fastigheter och huvuddelen av kreditförlusterna kom därifrån. Som bekant krävdes omfattande statligt stöd för att undvika en systemkris.

Situationen är visserligen i vissa avseenden annorlunda i dag. Såväl den ekonomiska politiken som det finansiella systemet har genomgått stora förändringar sedan 1990-talet. Och finanskrisen 2008–2009 ledde inte till några problem på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden. Men så ledde den heller inte till några varaktiga störningar i svensk ekonomi. Så lindrigt kanske det inte blir nästa gång. Den kommersiella fastighetsmarknaden är stor, bankernas och andra finansinstituts exponeringar mot den är betydande, och framför allt är sektorn starkt cyklisk. Det är därför viktigt att vi på FI löpande bevakar denna sektor. Särskilt vid det unika läge som vi befinner oss i nu med låga räntor och hög tillväxt som har drivit upp fastighetsvärdena avsevärt. Men innan jag går in på FI:s bedömning av den kommersiella fastighetssektorn (och vad vi gör) så tänkte jag ta avstamp i hur marknaden för kommersiella fastigheter skiljer sig från bostadsmarknaden.

Stabilitetsriskerna är större för kommersiella fastigheter än för bostäder

Fastighetsmarknaden kan något förenklat delas upp i två huvudsegment, bostäder och kommersiella fastigheter. Bostäder kan avse både bostäder som ägs av de boende (småhus och bostadsrätter) samt flerfamiljshus som upplåts med hyresrätt. Kommersiella fastigheter inrymmer bland annat kontor, butiker, logistik-, lager- och industrilokaler. Till det kategorin kan även specialfastigheter räknas, till exempel fastigheter som används för att bedriva offentlig verksamhet (som vård, skola och omsorg).

Marknaden för kommersiella fastigheter har direkt bäring på den finansiella stabiliteten. Utlåning till fastighetsbolag utgör nästan 20 procent av de svenska bankernas totala utlåning och utgör deras största enskilda exponering efter bolånen (se diagram 1). Även om bankernas utlåning till den kommersiella fastighetssektorn är mindre än utlåningen till hushåll med bostad som säkerhet så är risken för kreditförluster för bankerna betydligt större. Hushållssektorn är mer stabil och kan inte komma undan sina skulder. Det är därför troligare att högt belånade hushåll minskar sin konsumtion än att de slutar betala sina lån till banken vid inkomstbortfall eller ökande kostnader. Kommersiella fastigheter däremot ägs i huvudsak av företag och företag kan gå i konkurs. Då är det långivarna som får ta över problemen.

Därutöver tenderar den kommersiella fastighetsmarknaden att vara betydligt mer cyklisk än bostadsmarknaden. Människor behöver bostäder, men hur stora affärs- och industrilokaler som behövs beror på konjunkturen. En kraftig konjunkturedgång kan därför medföra stora slag i hyresintäkter och företagets resultat. Men svängningarna beror också på att investeringar i och nybyggnation av kommersiella fastigheter i hög grad baseras på förväntningar om framtida avkastningar. När ekonomin går starkt kan det resultera i att det byggs för mycket. Detta kan leda till utbudsöverskott med höga vakanser och fallande fastighetsvärden som följd om förväntningarna slår fel.

Sammantaget innebär detta att bankerna alltid förlorat mer pengar på utlåning till företag än till hushåll (se diagram 2). Vid 1990-talskrisen härstammade till exempel omkring två tredjedelar av kreditförlusterna från fastighetssektorn, och merparten av förlusterna kom från kommersiella fastigheter.

Den svenska marknaden för kommersiella fastigheter är stor och uppvisar högt tryck med sjunkande vakansgrader och stigande hyror

Den svenska marknaden för kommersiella fastigheter är stor och uppgick 2016 till drygt 1 700 miljarder kronor, vilket motsvarar cirka 40 procent av BNP. Detta är en betydligt högre andel än i andra EU-länder (se diagram 3).¹ Även transaktionsvolymerna är höga på den svenska marknaden och det finns ett flertal olika investerare. Det handlar om pensionsfonder, fastighetsfonder, försäkringsbolag, fastighetsbolag (privata och publika) och riskkapitalbolag. Andelen utländska investerare är relativt stor. Sedan 2000 har internationella

¹ Fastighetsindikatorn 2016.

köpare i genomsnitt stått för 25 procent av transaktionsvolymen. Därmed påverkas både investerare och långgivare av prisutvecklingen för kommersiella fastigheter.

Det råder högkonjunktur med en kraftig sysselsättningstillväxt inom tjänstesektorn och det är stor efterfrågan på lokaler i attraktiva lägen. Det har lett till mycket låga vakansgrader, vilket i sin tur har lett till stigande hyror (se diagram 4).² De senaste åren har också räntorna fallit till exceptionellt låga nivåer, vilket har sänkt finansieringskostnaderna och direktavkastningskraven för kommersiella fastigheter. Trots låga avkastningskrav är skillnaden mellan direktavkastningen och den långsiktiga statsobligationsräntan (den så kallade riskpremien som investerarna vill ha för att investera i fastigheter) rekordhög. Detta har bland annat medfört att allt fler aktörer (i sin jakt på avkastning) ökat sin allokering av långfristigt sparande i fastigheter.³ Tillsammans har dessa faktorer bidragit till snabbt stigande kommersiella fastighetspriser. I konjunkturuppgången uppstår en uppåtgående spiral där stark tillväxt driver tillgångspriser som motiverar ytterligare investeringar vilka i sin tur stärker tillväxten än mer.

Men de låga räntorna och de allt högre priserna på fastigheter har också lett till att fastighetsbolagen har lånat allt mer. Det är inte bara banklån utan bolagen emitterar i större utsträckning företagsobligationer. Från att endast ha utgjort några procent av de börsnoterade fastighetsbolagens räntebärande skulder utgör nu till exempel obligationer cirka 15 procent.⁴ Ett annat instrument som ökat i betydelse under samma period är preferensaktier. De noterade fastighetsbolagens totala (räntebärande) skulder har ökat med drygt 10 procent de senaste två åren.⁵ Eftersom marknadsvärdena har ökat mer än skulderna så har belåningsgraderna gått ner och befinner sig under ett historiskt genomsnitt. Men givet den relativt korta räntebindningstid som bolagen har innebär skulduppbyggnaden att fastighetsbolagen (likt hushållen) är mer räntekänsliga nu än tidigare. Därtill har löptiden på fastighetsbolagens lån minskat under senare år. Detta innebär en ökad refinansieringsrisk, det vill säga risken att tillgången till finansiering från bankerna är begränsad när lånen ska omsättas.

Allt ser ljusst ut, men vad händer när det blir sämre tider?

I nuläget är de ekonomiska förutsättningarna för fastighetsbolagen mycket goda. Det finns vissa buffertar i utgångsläget i och med att fastighetsbolagens intjäning och betalningsförmåga är god. Den genomsnittliga räntetäckningsgraden, som visar bolagens intäkter i förhållande till deras

² Fastighetsbranschen antar ett fullt resursutnyttjande av kontor vid en vakansgrad på 3 procent.

³ Till exempel har fastighetsinnehavaren bland de största försäkringsbolagen ökat med cirka 2 procentenheter av tillgångarna de senaste åren.

⁴ Catella CREDI, mars 2017.

⁵ Under samma tid har storbankernas utlåning till kommersiella fastigheter bara ökat med 4,5 procent.

räntekostnader, ligger för närvarande på omkring tre. Det innebär att intäkterna är tre gånger större än räntekostnaderna, vilket kan anses vara betryggande. Samtidigt är räntorna historiskt låga och skulderna stora. Räntetäckningsgraden kan därför snabbt försämrans om räntorna stiger.

Låga räntor och stabil ekonomi gör också att många tar mer risk för att få avkastning. Efterfrågan på fastigheter är hög och den svenska fastighetsmarknaden lockar även allt fler internationella investerare. Samtidigt ökar nybyggnationen snabbt. Men det är främst bostäder som byggs, nybyggandet av kommersiella fastigheter ökar däremot inte nämnvärt (se diagram 5). Det byggs nu fler bostadsrätter än under den period med högt byggande som ledde fram till fastighetskrisen i början av 90-talet (se diagram 6).

I det unika makroekonomiska läget som Sverige befinner sig i nu har fastigheter blivit en alltmer attraktiv placering. En god konjunktur och ökad efterfrågan har tillsammans bidragit till att prisutvecklingen på fastigheter har varit väldigt stark. Det innebär att risker byggs upp ifall de ekonomiska förutsättningarna hastigt skulle ändras.

Det är svårt att sia om konjunkturen, men vi kan alla vara säkra på att dagens unika läge inte kommer vara för evigt. När den ekonomiska utvecklingen någon gång vänder och det blir lågkonjunktur, riskerar vi att i stället se en nedåtgående spiral. Den kan starta med minskad efterfrågan på fastigheter, ökade vakanser och allteftersom hyreskontrakten omförhandlas får bolagen lägre hyresintäkter, vilket innebär sämre kassaflöde och ett försämrat utrymme att betala på lånen. Dessa faktorer leder vanligen till lägre fastighetspriser. Här spelar också räntedynamiken en viktig roll; för hushåll tenderar räntorna oftast att gå ner vid en lågkonjunktur⁶, vilket innebär att det blir lättare för hushållen att betala sina lån. Men för företag kan dynamiken te sig annorlunda. Även om fallande hyresintäkter till viss grad underlättas av billigare upplåning (till följd av lägre ränta) kommer företagets räntekostnader inte att justeras ner i samma utsträckning. Detta eftersom företagen ofta möter högre kreditriskpremier då konjunkturen viker och konkursriskerna ökar. Därtill utgör företagets beroende av finansiering också en risk. Det kan innebära att företagen vid en konjunkturedgång inte bara möter högre räntor (tillsammans med lägre hyresintäkter) utan även minskad tillgång på krediter då bankerna blir mindre villiga att låna ut lika stora volymer. Dagens låga räntenivåer innebär också att utrymmet för räntesänkningar för att parera en lågkonjunktur är begränsade. I värsta fall kan alltså fastighetssektorn pressas av en kombination av stigande vakanser, fallande hyresintäkter och stigande räntekostnader och kan då få svårt att uppfylla sina åtaganden gentemot bankerna. Därför är det viktigt med buffertar i fastighetssektorn då förutsättningarna kan ändras snabbt. Situationen

⁶ I och med dagens låga räntenivå är det inte troligt att hushållens räntor kommer sänkas mycket mer även vid en lågkonjunktur.

med mycket låga räntor och stark ekonomisk tillväxt skapar delvis en ny riskbild för de kommersiella fastighetsbolagen och deras kreditgivare.

Vad har FI gjort?

Fastighetssektorn är i dag mer robust än vad vi till exempel såg i början på 1990-talet, och den ekonomisk-politiska miljön är annorlunda. En del banker har också blivit mer restriktiva med sin utlåning till fastighetsbolag under senare tid. Bankernas kreditbedömningar fokuserar på bolagens kassaflöden och deras betalningsförmåga snarare än fastighetens marknadsvärdering, vilket var en av de viktigare lärdomarna sedan 90-talskrisen. Riskerna för stora kreditförluster för bankerna ter sig därför mindre än då.

Men risker finns, och FI kommer att lägga mer fokus på riskerna kopplade till den kommersiella fastighetsmarknaden framöver. Samtidigt har vi redan gjort en del för att hantera de risker som den kommersiella fastighetssektorn skapar för vårt finansiella system.

Dagens kapitaltäckningsregler för banker är i huvudsak riskbaserade. Det innebär att ju högre risk en tillgång har, desto mer kapital måste en bank hålla. Riskbaserade kapitalkrav bidrar till god riskhantering och är därför bra för både den finansiella stabiliteten och för de finansiella marknadernas funktionssätt. Om bankernas riskvikter blir allt för låga i förhållande till de underliggande riskerna, kan kapitalkraven urholkas och banksystemets motståndskraft mot störningar bli alltför låg.

I maj 2016 stramade FI åt bankernas beräkningar av riskvikterna för icke-finansiella företag vilket skapar större kapitalbuffertar om problem uppstår till följd av utlåning till fastighetsbolagen.⁷ Riskvikterna för utlåning till icke-finansiella företag hade nämligen gått ner för mycket över tid (se diagram 7). Även om en del av nedgången berodde på bättre kreditbedömningar och riskhantering hos bankerna så fann vi i tillsynen att riskvikterna i vissa fall hade minskat mer än vad som kunde förklaras av en faktisk sänkning av risknivån. För att säkerställa att modellerna på ett bättre sätt tar höjd för de faktiska riskerna förtydligade vi våra förväntningar på bankerna vad gäller deras modellantaganden. Förenklat innebär det att bankerna ska utgå från att vart femte år är ett så kallat nedgångsår. FI förtydligade även att bankerna förväntas använda konservativa antaganden under dessa nedgångsår, till exempel vad gäller hur många företag som inte betalar sina lån.

FI gjorde bedömningen att ingen av storbankerna kunde visa att de fullt ut levde upp till de krav som ställdes och införde därför ytterligare pelare 2-krav till dess att bankerna uppfyllt de ställda kraven. Det som sker nu är att

⁷ Se FI:s promemorior ”FI:s tillsyn över bankernas beräkningar av riskvikter för Företagsexponeringar” och ”Kapitalkrav för löptidsantaganden inom pelare 2”, utgivna maj 2016.

bankerna förändrar sina modeller för att uppfylla de nya begränsningar som FI infört. När bankerna gradvis ändrar modellerna så stiger därför riskvikterna (se diagram 7).

FI införde även ett löptidsgolv på 2,5 år inom pelare 2 för banker som har tillstånd att använda den så kallade avancerade internmetoden. Det är ett annat exempel på hur FI, utifrån ett brett riskperspektiv som även beaktar systemrisk, har infört begränsningar av bankernas interna modeller.

Självklart fortsätter FI även med det som är väldigt grundläggande i bedömningen av bankernas kreditrisk. Nämligen den löpande tillsynen över bankernas riskhantering, vilket handlar om att analysera hur bankerna mäter, bedömer och granskar sina egna risker.

Avslutning

Sammanfattningsvis bedömer vi på FI att riskerna på den kommersiella fastighetsmarknaden kan vara förhöjda. Vi har under de senaste åren sett kraftigt stigande priser för både kommersiella fastigheter och bostäder. Och vi befinner oss i ett unikt läge med mycket låga räntor och god tillväxt, inte minst hög privat konsumtion som ger stor efterfrågan på affärslokaler. Det är dock viktigt att vara medveten om att de förutsättningar som gäller nu kan ändras snabbt. Att de riskfria räntorna har gått ner mer än avkastningskraven kan tyda på att fastighetsbolagen i viss mån har beaktat detta.

Samtidigt är intjäningen och betalningsförmågan i fastighetsföretagen god. Och fastighetsbolagen har relativt låga belåningsgrader trots att skulderna har ökat. Bankerna har också ändrat sina kreditbedömningar, som till skillnad från innan 1990-talskrisen, i högre grad baseras på bolagens kassaflöden. En del banker har även angett att de har blivit mer restriktiva med utlåning till fastighetsbolag.

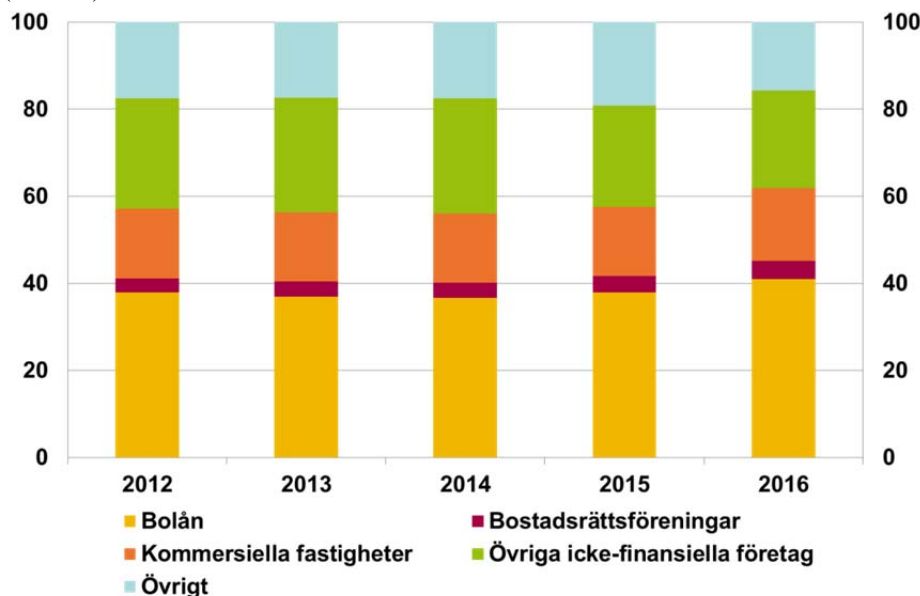
I dagsläget bedömer vi inte att fastighetssektorn utgör ett stort hot mot stabiliteten i det finansiella systemet. Men vi ser att risker byggs upp inom denna sektor och det finns därför anledning för oss på FI att vara vaksamma. Vi har ett ökat fokus på denna marknad och bevakar utvecklingen noggrant i den löpande tillsynen i syfte att fånga upp eventuella förändringar som kan medföra ökade risker för den finansiella stabiliteten.

Angående hushållen så bedömer FI att de makroekonomiska riskerna kopplade till stora skulder är fortsatt förhöjda. Både bopriser och hushållens skulder har ökat under en längre tid. Amorteringskravet har visserligen haft en dämpande effekt för nya bolåntagare. Men det unika makroekonomiska läget i kombination med hushållens stora skulder innebär en fortsatt sårbarhet.

Diagram

Diagram 1: Fördelning av storbankernas utlåning

(Procent)

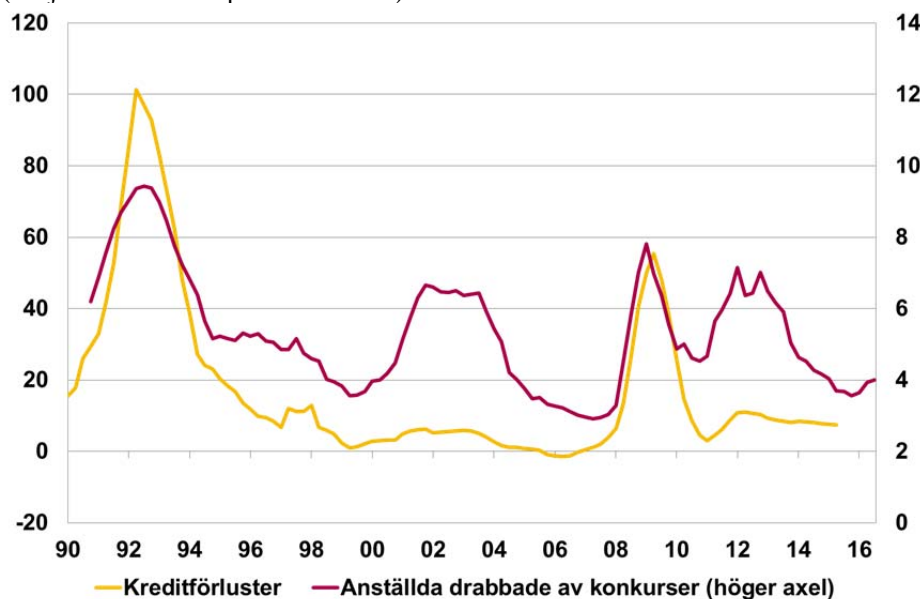


Anm. Utlåning till bostadsrättsföreningar är något underskattad eftersom Nordea inte särredovisar bostadsrättsföreningar i sin kreditportfölj.

Källa: Bankernas faktaböcker.

Diagram 2: Kreditförluster och antal anställda drabbade av konkurser

(Miljarder kronor respektive tusental)

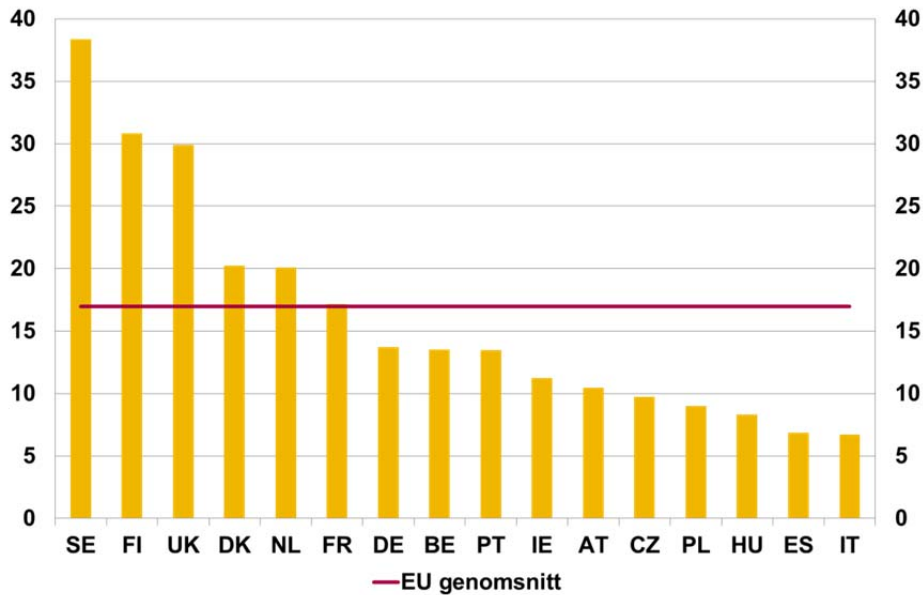


Anm. Antal anställda drabbade av konkurs avser enbart aktiebolag. För att jämma ut serien visas 4 kvartals glidande medelvärde.

Källa: SCB och UC.

Diagram 3: Uppskattat värde på kommersiella fastigheter i EU länder

(Andel av BNP 2015)

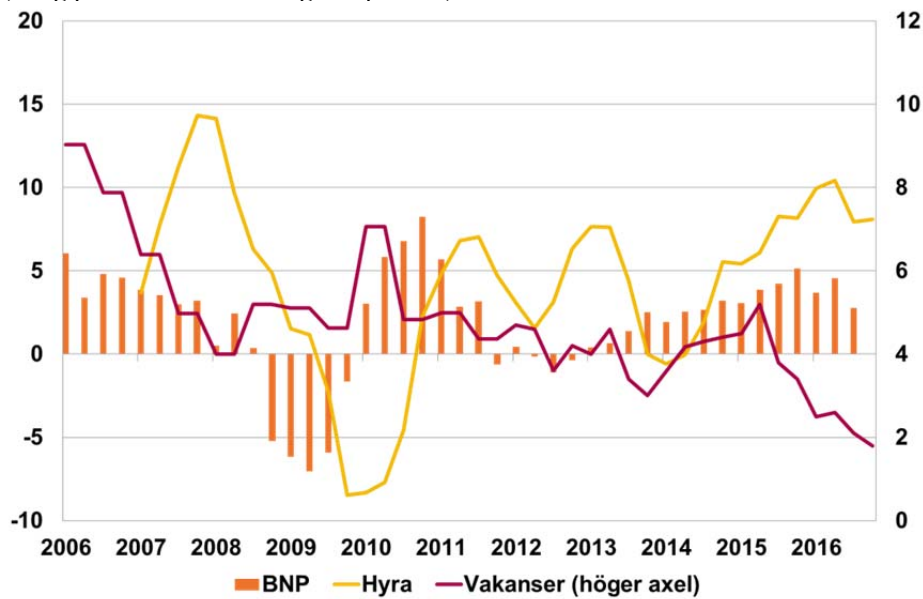


Anm. Marknadens storlek beräknas genom att uppskatta värdet av den kommersiella fastighetsmarknaden som ägs av professionella fastighetsinvestorer. Uppgifterna är hämtade från rapporten "real estate market size 2015 - Annual Update on the Scale of the Professionally Managed Global Real Estate Investment Market" författad av Teuben, B., McElreath, B., och Hariharan G G MSCI research report, June 2016.

Källa: Morgan Stanley Capital International (MSCI).

Diagram 4: Kontorshyrestillväxt och vakansgrad i Stockholm CBD tillsammans med BNP-tillväxt

(Årlig procentuell förändring och procent)

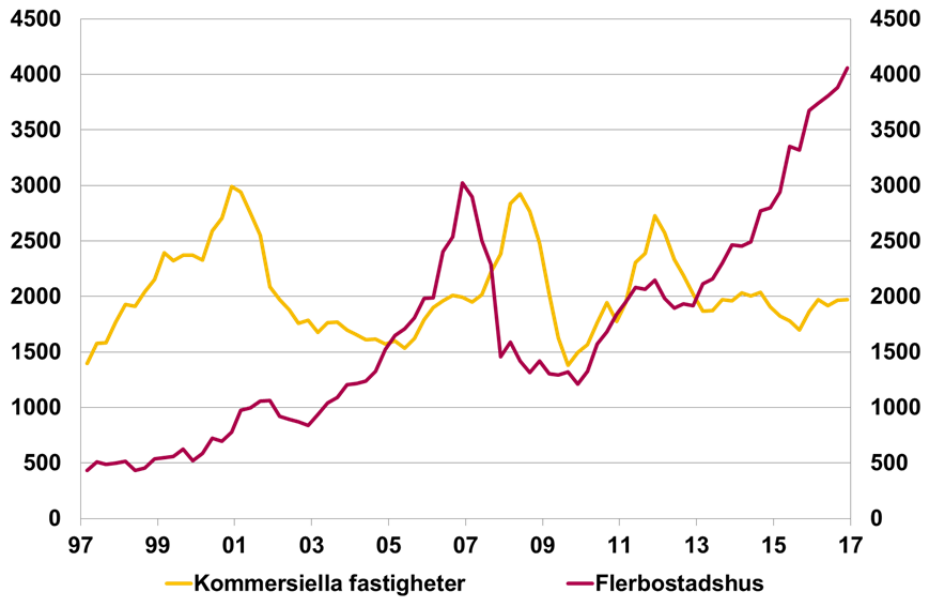


Anm. CBD avser Central Business District.

Källa: Strateg och SCB.

Diagram 5: Beviljade bygglov

(Tusental kvm)

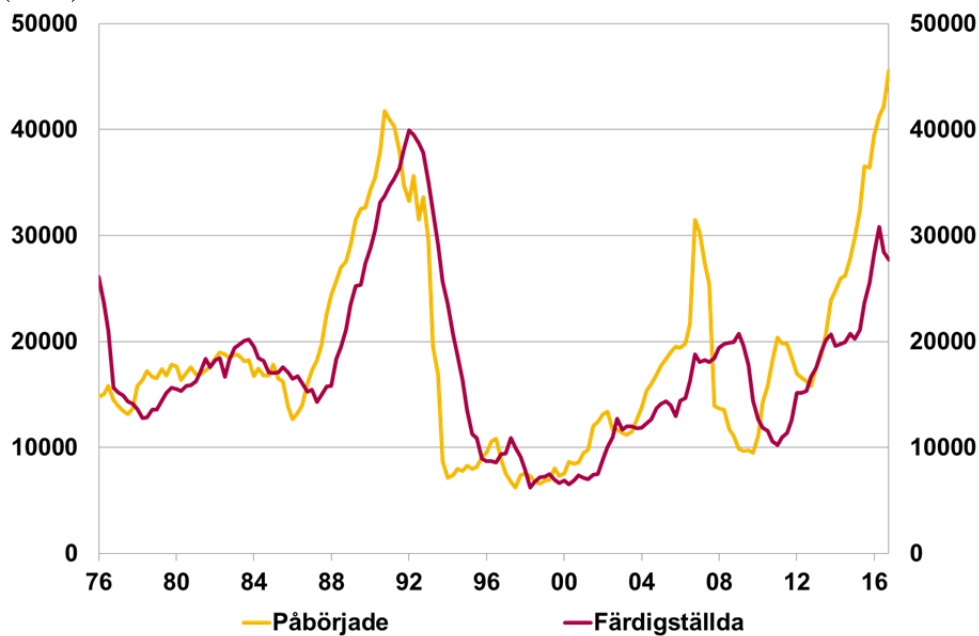


Anm. Kommersiella fastigheter är en sammanslagning av kontor, affär, hotell, restaurang, industri och lager.

Källa: SCB.

Diagram 6: Lägenheter i flerbostadshus

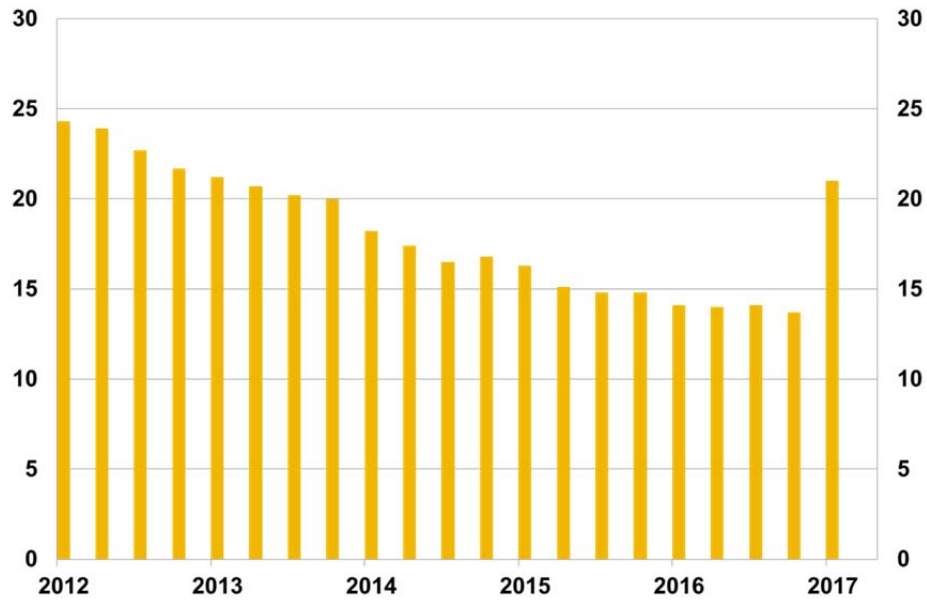
(Antal)



Källa: SCB.

Diagram 7: Genomsnittliga riskvikter för utlåning till fastighetsbolag

(Procent)



Källa: Handelsbankens faktaböcker 2013-2017.