

FI dnr 21-348

Den kommersiella fastighetssektorn – nya sårbarheter kräver handling

Datum: 2021-05-06

Talare: Generaldirektör Erik Thedéen

Möte: Fastighetsägarnas storbolagsråd

Den vidare utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden är osäker och beroendet av den svenska marknaden för företagsobligationer som finansieringskälla har ökat. De fastighetsföretag som ger ut obligationer bör tänka långsiktigt kring diversifiering och vårda sin skuld. Tillsammans med andra marknadsaktörer måste fastighetsföretagen engagera sig för att förbättra obligationsmarknadens sätt att fungera. Det sa generaldirektör Erik Thedéen när han talade på Fastighetsägarnas storbolagsråd.

Kommersiella fastigheter viktiga för den finansiella stabiliteten

Många är nog klara över att den kommersiella fastighetsmarknaden är viktig i svensk ekonomi. Men hur stor är den egentligen? Faktum är att fastighetsvärdena på den svenska marknaden motsvarar ungefär 40 procent av BNP (se bild 2 i presentationen). Det är en mycket hög andel, nästan högst i världen. Och andelen har ökat kraftigt under de senaste tio åren. Det visar färskas beräkningar från IMF, Internationella Valutafonden. Bakgrunden är förstås att fastighetsvärdena har stigit snabbt under det senaste decenniet och att ökningstakten varit högre än den ekonomiska tillväxten i Sverige.

Det som har gjort denna utveckling möjlig är goda fundamentala ekonomiska förutsättningar och en stark efterfrågan på fastigheter som investeringsform. Men eftersom fastigheter är en kapitalintensiv verksamhet, spelar tillgången till lånefinansiering den helt avgörande rollen. Den stora kreditgivaren är förstås

bankerna. Finansiering av fastigheter och boende står för en mycket stor del av bankernas utlåning i Sverige. Bolån till privatpersoner, lån till bostadsrättsföreningar och krediter till fastighetsföretag utgör nästan 80 procent av de svenska bankernas utlåning. Bolånen dominerar men även utlåningen till bostadsrättsföreningar och fastighetsföretag är betydande. Omkring 40 procent av de större bankernas företagsutlåning går till just fastighetsföretag (se bild 3). Ökningen av upplåningen i fastighetssektorn har varit betydande. Fastighetsutlåningen i bankerna har stigit och till detta kommer att fastighetsföretagen på senare år ökat sin upplåning på obligationsmarknaden utanför bankerna avsevärt (se bild 4 och bild 5). För fastighetsföretagen på börsen ligger obligationernas andel av den samlade upplåningen en bit över 30 procent. En stor del av dessa obligationer har köpts av svenska fonder och andra institutionella placerare (se bild 6). Slutsatsen är tydlig: den kommersiella fastighetsmarknaden är viktig för hela den finansiella stabiliteten i Sverige.

Stora skulder skapar sårbarhet

Att det krävs mycket lån för att finansiera byggande och ägande av fastigheter är inget nytt och egentligen inget konstigt. Det som just nu förtjänar uppmärksamhet är att vi befinner oss i en övergångsfas från en lång period av idealiska förutsättningar för fastighetsföretagen till ett nytt läge där mycket ännu är okänt (se bild 7).

Fram till för lite drygt ett år sedan hade vi en situation där fastighetspriserna överlag steg och belåningsgraderna, lånevolymer i förhållande till fastighetsvärdena, sjönk (se bild 8). Under coronaåret 2020 har det inte skett någon avgörande förändring av denna bild.

Jag ska inte nu, lika lite som före coronapandemin, ge mig in i diskussionen om svenska fastigheter överlag är övervärderade eller ej. Det är inte FI:s uppdrag. Men det är uppenbart att prisuppgången aldrig hade kunnat bli så stor om det inte funnits så mycket lån att tillgå. Och skulderna är stora. Det framgår tydligt om man tittar på belåningen av driftnettot, som successivt stigit till höga nivåer (se bild 9). Även om belåningsgraden kan tyckas låg är den mycket känslig om värdena skulle falla. Grovt räknat skulle belåningsgraden öka till närmare 70 procent (från nuvarande 55 procent) om fastighetsvärdena föll med 20 procent. Vi kan debattera hur sannolik en betydande värdenedgång är, men själva risken är något som jag menar att fastighetsägare måste ta på allvar. Jag återkommer till detta strax när jag ska visa vad våra stresstester säger.

FI:s stresstester för de kommersiella fastighetsföretagen

Mitt grundbudskap i dag är att hög skuldsättning i fastighetssektorn innebär ökad sårbarhet; sårbarhet för uppenbara risker både i form av värdefall och i försämrad intjäning till följd av stigande räntor, fallande hyresefterfrågan och lägre hyresnivåer.

När pandemin kom såg det ekonomiska läget utomordentligt allvarligt ut under en tid. De av er som leder börsnoterade fastighetsföretag glömmer nog inte hur era aktiekurser föll kraftigt när aktiemarknaden under våren 2020 diskonterade en mycket negativ utveckling. Massiva stödåtgärder från stater och centralbanker ändrade den bilden, och den allmänna ekonomiska nedgången har i Sverige varit förhållandevis begränsad även om vissa sektorer drabbats hårt. Hittills har fastighetsbranschen klarat krisen relativt väl, men delar av sektorn är i hög utsträckning beroende av hyresintäkter från övriga företagssektorer, där vissa har stora svårigheter.

Det verkar som vi nu befinner oss i en ekonomisk återhämtning men i hur hög grad de positiva effekterna av den förmår uppväga andra förändringar som kan inverka negativt på fastighetsmarknaden är ovisst. Jag tänker då på de kommersiella hyresgästernas kreditvärdighet, på deras långsiktiga behov av lokalyta och marknadshyrornas nivåer. Marknadsbedömare av olika slag pekar ut vissa fastighetssegment som vinnare och andra som förlorare. Det är också en debatt som jag vill undvika att bli indragen i, särskilt inför detta professionella auditorium. Vårt perspektiv är i första hand sektorn som helhet, inte enskilda segment eller företag.

Min poäng är att vi alla kan ha en tro om utvecklingen, ett huvudscenari, men att vi helt enkelt inte kan veta säkert vad som kommer att hända. Få aktörer förutsåg i förväg att perioden 2014–2019 skulle bli så gynnsam för fastighetssektorn. På samma sätt finns det i dag flera tänkbara utvecklingsbanor. Vi vet inget säkert om pandemins varaktighet, inte om den ekonomiska återhämtningens styrka, inte om hur och när stödåtgärder dras tillbaka, inte om effekterna på lokalefterfrågan på fastigheter. Och inte om inflation och ränteutveckling. Det kan helt enkelt bli väsentligt annorlunda än vi förväntar oss i huvudscenariot. Ett konkret exempel: Räntorna hade fallit till låga nivåer före coronapandemin och ingen väntade sig några större höjningar. Sedan kom pandemin och då gick konsensusuppfattningen i riktning mot ”lower for even longer” när det gäller räntorna. Men stämmer det i den återhämtning som nu är huvudscenariot? Vi kan helt enkelt inte förutse ränteutvecklingen (se bild 10).

På FI gör vi sedan några år tillbaka kontinuerliga stresstester av fastighetsföretagens känslighet för en ogynnsam utveckling av räntor och hyresintäkter. Våra beräkningar visar att fastighetsföretagens stora skulder gör dem sårbara för ökade finansieringskostnader och att stigande räntekostnader påverkar fastighetsföretagen mer än variationer i hyresintäkterna (se bild 11).¹ Och flera företag kan få problem vid stress (se bild 12).

¹ Se till exempel rapporten ”Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet”, maj 2019.

En ny sårbarhet

Till de traditionella svagheterna kommer en sårbarhet som på sätt och vis är ny: sårbarhet för störningar i tillgången till finansiering.

Länge har det varit en vanlig uppfattning att företag med långvariga bankrelationer kan räkna med att få lån även i utsatta lägen – så länge bankerna själva inte är i kris. Men den snabba ökningen av obligationsfinansieringen har komplicerat läget. Å ena sidan blir företagen som ger ut obligationer mindre beroende av bankerna, vilket är bra. Å andra sidan är dessa emittenter nu alltmer beroende av riskaptiten hos en tämligen anonym, och delvis ny grupp av obligationsköpare. Till detta kommer att en del låntagare på obligationsmarknaden, inte minst relativt nystartade fastighetsaktörer, inte har så mycket bankrelationer att falla tillbaka på om obligationsfinansieringen skulle sina.

Jag tror att ni alla är medvetna om att det uppstod stora störningar på marknaden för företagsobligationer i svenska kronor under våren 2020. Det blev en obalans när många ville sälja företagsobligationer samtidigt som få ville köpa. Kreditspreadarna vidgades kraftigt och det var svårt att veta var den rätta prisnivån låg. Det resulterade bland annat i att flera företagsobligationsfonder behövde senarelägga inlösen för de fondsparare som ville ta ut sina pengar, eftersom det blev vanskligt att värdera obligationsinnehaven på ett rättvisande sätt. Det blev också svårt att ge ut nya företagsobligationer, och många emittenter vände sig till bankerna för att få banklån och kreditfaciliteter för att klara att betala tillbaka förfallande certifikat och obligationer och för att stärka likviditetsberedskapen inför en oviss fortsättning av pandemin.

Till följd av kraftiga stödåtgärder från stat och riksbank förbättrades marknadslikviditeten på obligationsmarknaderna igen under resten av 2020 och emissionerna av företagsobligationer kom åter i gång. I dag fungerar marknaden i allt väsentligt som före pandemin. Kan vi alltså summera förloppet som slutet gott, allting gott?

Jag menar att svaret är nej och att det finns viktiga lärdomar att dra.

1. Upplåningen i fastighetssektorn är nu så stor att fastighetsföretagen i dag är beroende både av sina bankkontakter och av obligationsmarknaden.
2. Obligationsfinansieringen i Sverige är känslig och kan snabbt störas om osäkerheten ökar och riskaptiten viker bland placerarna. Pandemin kan förstås ses som en exceptionell händelse som skapade en extraordinär situation. Men faktum är att obligationsmarknaden torkade upp trots att ingen emittent hade fått bekräftade svårigheter med sin kreditvärdighet och trots att bankerna ställde upp så att alla förfallande obligationslån, och även certifikatlån, kunde betalas tillbaka. Det antyder att störningar

kan uppstå igen, till exempel om fastighetsvärdena blir ifrågasatta – och då kanske i större format och med värre följder.

3. Den svenska företagsobligationsmarknadens organisation och funktionssätt utgör ett potentiellt hot mot den kommersiella fastighetssektorn och den finansiella stabiliteten. Marknaden måste därför förbättras.

Marknaden för företagsobligationer måste reformeras

Sverige behöver en obligationsmarknad där aktörerna förmår bära risk och där marknaden klarar av att omfördela risk mellan olika aktörer när det behövs. Med andra ord måste det finnas en stabil och bred bas av långsiktiga investerare och en andrahandsmarknad som fungerar även under viss stress. I längden fungerar ingen primärmarknad väl som finansieringskälla om det inte finns en fullgod andrahandsmarknad för värdepapperen i fråga.

En välfungerande andrahandsmarknad kräver till att börja med god genomlysning av handlade volymer och avslutspriser så att aktörerna har rättvisande underlag för sina affärsbeslut att köpa respektive att sälja/emittera. Transparensen är alltså viktig också för de företag som ger ut obligationer som flera av er gör. Bättre transparens kan öka viljan att handla i osäkra marknadslägen och gör det lättare för fonder och andra att värdera sina obligationsinnehav. Det är positivt att bankerna och värdepappersföretagen via sin branschorganisation Svensk Värdepappersmarknad antagit en rekommendation som från den 1 juli 2021 kommer att innebära daglig och lättillgänglig publicering av information om de obligationstransaktioner som genomförts.²

Jag menar att det är dags för marknadens aktörer att gemensamt ta egna initiativ för att förbättra obligationsmarknadens sätt att fungera. FI kommer att kalla till samtal om hur detta bäst kan ske. Inte minst de företag i olika branscher som ger ut obligationer behöver agera strategiskt och engagera sig mer i hur marknaden ska fungera. Ni, de stora kommersiella fastighetsföretagen, har ett stort egenintresse och ett stort ansvar att bidra till en bättre obligationsmarknad. Flera förändringar är tänkbara. Det kan krävas större och mer homogena emissioner som det är lättare att få till stånd en sekundärhandel i. Riksgälden och de svenska utgivarna av säkerställda obligationer som sedan många år lånar via så kallade benchmarkemissioner kan vara en förebild för de företag som tänker långsiktigt kring sin marknadsfinansiering.

Ett annat område som behöver förbättras är värderingen av de olika låntagarnas kreditrisk på obligationsmarknaden. Detta kan ske på olika sätt. Först och

² För mer information se bland annat: <https://www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2020/fi-vill-seokad-transparens-pa-foretagsobligationsmarknaden/>

främst har placerarna ett mycket stort ansvar att själva bedöma kreditriskerna. Sedan har vi detta med kreditrating. Ratinginstituten ligger inte under vår tillsyn, och det är inte FI:s uppgift att stödja dessa företag. Vi kan konstatera att rating har blivit vanligt bland de svenska emittenterna men också att relativt många obligationsutgivare fortfarande saknar publik kreditrating. Att fler företag skaffar rating kan vara bra även om det också finns risker. Vissa låntagare kan ägna sig åt att shoppa runt till dess de hittar ett ratinginstitut som vill ge dem den önskade ratingen. Det kan finnas institut som i sin ratingmetodik i ett visst läge bedömer en viss viktig riskfaktor särskilt välvilligt, vilket kan innebära att en låntagare som kanske inte borde få så bra rating kommer genom nålsögat denna gång. Det diskvalificerar inte rating som sådan men det understryker att placerarna måste vara observanta och att de framför allt alltid måste göra en egen kreditbedömning för att kunna sätta rätt pris på riskerna.

Att vårda sin skuld och vårda marknaden

För ett drygt halvdecennium sedan var obligationsfinansiering en relativt marginell företeelse för svenska fastighetsföretag. När marknaden började växa var det nog en del företag som gav ut obligationer lite på prov, lite opportunistiskt. Sedan har det blivit mer och mer – fler emittenter, fler emissioner och större belopp. Gröna fastighetsobligationer har tillkommit och börjat dominera emissionsaktiviteten med mera.

Jag tror att tiden är mogen för fastighetsföretagen att se obligationer som en integrerad del av en långsiktig finansieringsstrategi och agera och ta ansvar i konsekvens med det. Det borde gälla de flesta större fastighetsföretag i landet.

Detta innebär flera saker. En uppenbar slutsats är att fastighetsföretagen bör operera med bättre likviditetsberedskap än tidigare. Den kan utgöras av större likviditetsbuffertar i form av kassa eller avtalade kreditfaciliteter som svarar mot en stor del av marknadsupplåningen. Inte bara den närmaste tidens förfallande obligationer utan även en viss andel av all utestående skuld för att vid behov kunna köpa tillbaka obligationer och stabilisera marknaden i de egna skuldpaperen.

Vad beträffar själva upplåningen är diversifiering av finansieringskällorna A och O. Det är klokt att diversifiera sin skuld med avseende på både valuta, marknadsplats och investerarbaser. En konkret strategi är att ge ut obligationer i euro och inte bara i kronor. Obligationsmarknaden i euro är så mycket större och bättre diversifierad i alla dimensioner att den fungerar klart bättre även under marknadsstörningar. Det är i allt väsentligt helt olika placerare som köper svenska obligationer i svenska kronor respektive i euro. En del svenska fastighetsföretag emitterar så redan i dag. Fler borde följa. Diversifiering är sällan gratis men det den kostar på den genomsnittliga upplåningskostnaden i dag kan visa sig vara en mycket billig försäkring om kronmarknaden skulle bli utsatt för störningar.

Och när det gäller kronmarknaden tror jag att ni som viktiga emittenter måste ta ett större ansvar för att marknaden ska få en långsiktig hållbar struktur. Att ni ställer krav på bankerna som arrangörer av obligationslån om transparens och market making. Att ni själva anpassar er till de villkor som gäller på euromarknaden: skaffa minst en kreditrating, gör större och mer homogena emissioner, gärna en egen kreditkurva med fasta emissionslöptider där det går att åstadkomma en fungerande andrahandsmarknad. Att ni vårdar er egen skuld och att ni därmed vårdar hela obligationsmarknaden. I det långa loppet kommer det att leda till att fastighetsföretagen får lägre upplåningskostnader. Och på samma gång bidrar ni till den finansiella stabiliteten.