Global Research

Fastighetsrapporten - insikter & utsikter

17 november 2020

- Förändrade beteenden ställer nya krav på framtidens kontor
- Hårt tryck på bostäder och samhällsfastigheter trots dämpat marknadsläge
- Byggandet bromsar men grön renoveringsvåg på väg in



Innehåll

Förord....3
Bostads- och fastighetsmarknaden i ett nötskal....4
Snabb återhämtning riskerar att komma av sig....5
Pandemin förstärker trender – möjligheter och hot....8
Het bostadsmarknad går mot lugnare fas....11
Stor splittring i ett dämpat marknadsläge....14
Samhällsfastigheter – låg risk & hög efterfrågan....21
En ’grön’ renoveringsvåg sköljer över Europa....24
Låga räntor består, bankerna badar i likviditet....27
Återhämtning och förnyad växtvärk....31
Appendix – Fastighetsmarknadsenkäten....36

Förord

Snart har vi levt med Covid-19 i ett helt år. Pandemin påverkar världsekonomin, den svenska ekonomin, vår vardag, våra beteenden och även fastighetsmarknaden. Även om svensk ekonomi inte har bromsat lika kraftigt som vi befarade i våras, mitt i pandemins första våg, så är läget fortsatt osäkert och med en andra våg och nya restriktioner kommer nya utmaningar. I denna upplaga av Fastighetsrapporten tar vi precis som tidigare ett brett grepp och analyserar fastighetsmarknaden från ett makro-, kredit-, aktie- och hållbarhetsperspektiv. Vi har även fått hjälp av Handelsbankens företagsrådgivare för att bredda bilden av den kommersiella fastighetsmarknaden.

En viktig förklaring till att fastighetsmarknaden generellt sett har stått emot den ekonomiska krisen bra är de stora stimulanser som Riksbanken och regeringen sjösatt, vilka hållit upp hushållens inkomster och minskat antalet företagskonkurser. Finansieringskostnader har kommit ner och kapitalmarknaderna fungerar igen. Vi räknar med fortsatta stimulanser och med ett vaccin på ingång har vi en försiktigt optimistisk bild av fastighetsmarknaden men förutsättningarna ser olika ut för olika segment. I rapporten har vi en särskild fördjupning om samhällsfastigheter, en marknad som har vuxit kraftigt det senaste decenniet till följd av gynnsamma tillväxtförutsättningar och en låg riskprofil.

I rapporten diskuterar vi även vilka långsiktiga effekter pandemin kan tänkas få. Vi ser framför oss att pågående strukturella trender förstärks, som ökad e-handel, ökad digitalisering och minskad efterfrågan på kontorsyta. Men några alarmistiska slutsatser som exempelvis att städers attraktionskraft är på väg bort har vi inte, tvärtom. Den oro vi hade tidigare att pandemin skulle sätta klimatarbetet på paus har lagt sig och istället ser vi framför oss en grön renoveringsvåg och ett fortsatt ökat fokus på grön finansiering.

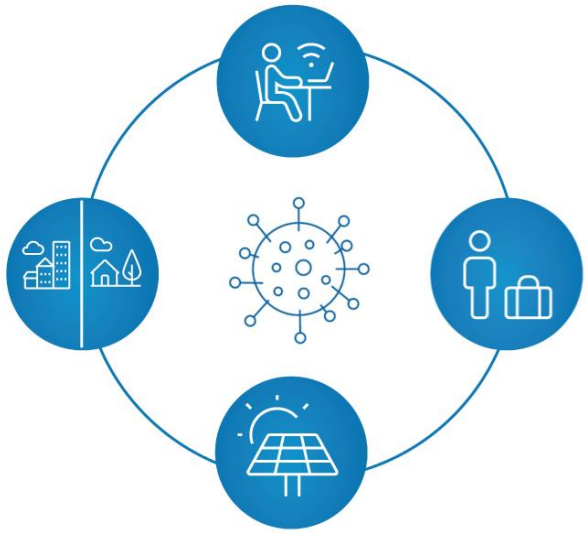
Vi som arbetat med rapporten kommer från Handelsbanken Capital Markets analysavdelning.

Christina Nyman
Chefsekonom

Visste du att:

- Varannan bostad som byggs är en hyresrätt.
- Nära en tredjedel har ändrat sina boendepreferenser under pandemin, enligt Hemnet.
- 462 000 hushåll var trångbodda 2018.
- Endast 1 procent av årliga renoveringar inom EU förbättrar byggnaders energiprestanda.
- Samhällsfastigheter står för ca 10 procent av transaktionsvolymen för kommersiella fastigheter.
- Aktierna föll med 80 procent på en vecka i mars för de två börsbolag med störst fokus på hotell.
- I snitt handlas noterade fastighetsbolag med kontorsfokus till en substansrabatt om 12 procent.
- 35 svenska fastighetsbolag har idag ett offentligt kreditbetyg.
- I höst har 3-månaders Stibor sjunkit under noll och under reporäntan.

Bostads- och fastighetsmarknaden i ett nötskal



Pandemin förändrar beteenden och förstärker trender

Het bostadsmarknad trots lågkonjunktur

Kommersiella fastigheter med vinnare och förlorare

En ’grön’ renoveringsvåg sköljer över Europa

Vi står inför en trevande återhämtning med delvis förändrade beteenden. I maj 2020 var vår vy att läget skulle försämras. Nu ett halvår senare har en konjunkturåterhämtning inletts och vår bild av fastighetsmarknaden snarare sidledes.

Vår vy det närmaste året		
Bostadspriser	↗	(↓)
Bostadsbyggande	↘	(↘)
Kommersiella fastighetsvärden	→	(↓)
Fastighetsaktier	→	(↘)
Avkastningskrav	→	(↗)
Vakansgrad	↗	(↑)
Marknadsfinansiering	↗	(↘)
Grön finansiering	↗*	(→)

Anm. tabell: Föregående bedömning inom parentes. Pilarna illustrerar vår övergripande bild och ska inte tolkas som en bedömning av lokala marknader.

* Vi tror att utvecklingen för grön finansiering kommer att i hög grad vara kopplad till vilka kriterier som fastslås i EU:s Taxonomi för fastigheter. Kriterierna är ännu ej fastslagna, vilket begränsar visibiliteten.

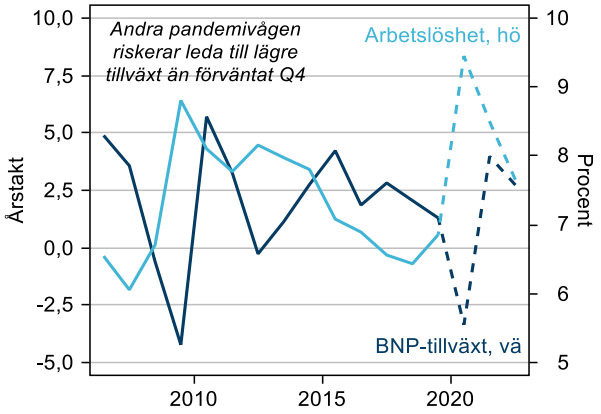
Snabb återhämtning riskerar att komma av sig

Pandemin och restriktionerna som följde slog undan benen för många företag och hushåll under våren. Men gigantiska och snabba finans- och penningpolitiska stimulanser bidrog till att uppgången i arbetslösheten dämpades och att börsen och bostadspriser snabbt återhämtade sig. Åtgärderna bidrog också till att få ned fastighetspremien, men fastighetsfinansieringen är fortsatt dyrare än innan. Virusoro dämpar utvecklingen i hög grad i närtid när nu en andra våg av smittspridning tvingar fram striktare restriktioner. Vår bedömning är att bostadspriser trots allt fortsätter öka svagt och att en bred nedgång i kommersiella fastighetsvärden uteblir. I ett längre perspektiv ser vi att pågående trender förstärks, såsom ökad e-handel, ökad digitalisering och minskad efterfrågan på kontorsyta. Samtidigt ser vi en fortsatt stark investeringsvilja inom samhällsfastigheter och energieffektivitet.

Återhämtningen tappar fart med ökad virusoro

Från kraftig rekyl till trevande återhämtning skrev vi i vår senaste Konjunkturrapport i oktober.[1] Under året har vi reviderat upp våra BNP-prognoser efter att fallet i andra kvartalet blivit lite mindre djupt än befarat och inte minst uppsvinget under sommaren i såväl global som svensk ekonomi blivit starkare än väntat. Enligt vår prognos från oktober minskar BNP med 3,4 procent i år. Även arbetsmarknaden har utvecklats bättre än befarat, understött av enorma stimulanspaket.

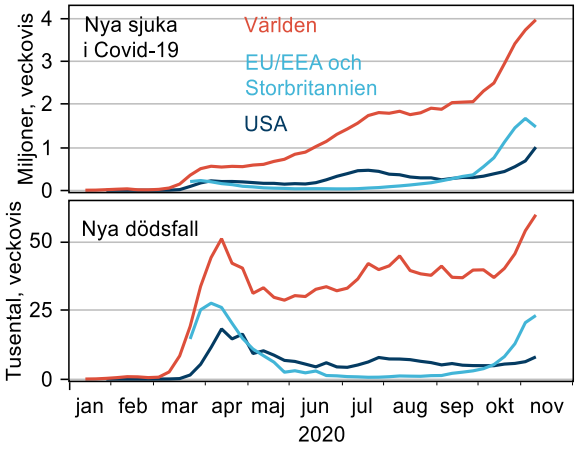
Återhämtningen igång, men sätts på kort paus?



Anm:. Handelsbankens prognos från oktober 2020.
Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

När vi nu, i mitten av november, blickar ut över global ekonomi är det ett mycket skakigt läge. Smittspridningen har tagit oanad fart på många håll vilket har lett till att vissa länder, såsom Frankrike, frångått sina tydliga löften kring att inga ytterligare nationella nedstängningar kommer göras.

Smittspridningen ökar snabbt i Europa



Källor: WHO, ECDC och Macrobond

Andra vågen av restriktioner kan leda till stagnerande svensk tillväxt i fjärde kvartalet

Förvisso innebar vår prognos i oktober en trevande återhämtning med vissa bakslag och vi förväntade oss en dämpande effekt på återhämtningen av den stora osäkerheten kring smittspridningen. Men riskerna har med den senaste tidens kraftiga smittspridning i Europa skiftat åt det negativa hållet. Inte minst eftersom de restriktioner som nu införs i exempelvis Tyskland, Frankrike och Storbritannien är på nationell nivå. Jämfört med i våras är dock nedstängningarna fortfarande mindre omfattande, eftersom både industrin, byggföretag och skolväsende nu inte ser ut att stängas ned. Även i Sverige har smittspridningen skjutit i höjden och nya

[1] Läs mer i Handelsbankens konjunkturrapport ”När dammet lägger sig”, publicerad 7 okt 2020.

lokala skärpta rekommendationer har införts. Det innebär sannolikt att vi kommer behöva revidera ned vår prognos på hushållens konsumtion och att återhämtningen kan komma att ta paus i fjärde kvartalet.

Oväntat kraftiga nedstängningar i Europa och oklart när effektivt vaccin är på plats

Industrin har till stora delar återhämtat sig, medan tjänstesektorn som fortfarande går på sparlåga riskerar att falla tillbaka ytterligare nu när smittspridningen har tagit oanad fart. Hur länge pandemin kommer tynga ekonomin är fortsatt oklart, något som dämpar både företagens investeringsvilja och anställningsbeslut. Enligt ett uttalande från EU:s smittskyddsmyndighet (ECDC) i november kan vaccinering börja inledas under första kvartalet 2021. Men även när ett vaccin är framtaget och betraktat som effektivt är det sannolikt oklart hur länge skyddet håller i sig och om det kommer uppstå flaskhalsar i produktionen. Så det kan ta lång tid innan oro för smittspridning är en icke-fråga.

För fastighetsmarknadens del är det viktigt att denna andra våg av smittspridning inte leder till en stor våg av företagskonkurser samt kraftigt ökad oro som sprids till finansiella marknader och investeringsviljan överlag. Den ekonomiska politiken gör vad den kan för att hålla ekonomin under armarna. Regeringen i Sverige och flera andra europeiska länder har signalerat att det kommer ytterligare krisåtgärder, bland annat förlängning av korttidspermitteringarna och ytterligare stöd till utsatta branscher, för att ”rädda företag och jobb”. Även ECB och Riksbanken var varit tydliga med att de är beredda att införa ytterligare stimulanser om läget försämras. Vi bedömer att krisåtgärderna och den generellt expansiva politiken stöttar tillväxten, men framför allt bidrar de till att minska risken för ett negativt scenario med snabbt stigande arbetslöshet, konkurser och finansiell oro.

Fastighetssektorn har klarat sig lindrigt hittills

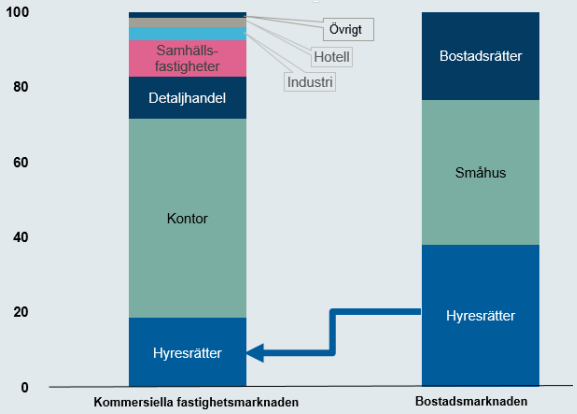
Pandemin drabbade stora delar av tjänstesektorn och industrin hårt under våren och farhågan var att det skulle slå hårt även på fastighetssektorn, med viss eftersläpning. Kommersiella fastighetsägare med exponering mot detaljhandeln påverkades förstås, när kundernas intjäning rycktes undan och kunderna efterfrågade mer stöd under pandemin. De med exponering mot kontor, den största delen av marknaden (se figur), drabbades snarare genom osäkrare framtidsutsikter när hemarbete blir en tydligare norm i samhället. Samt genom dyrare finansiering, se stycket om finansiering nedan.

Fastighetsmarknaden – bostäder och kommersiella fastigheter

Fastighetsmarknaden är en heterogen marknad som består av både bostäder (småhus, bostadsrätter och hyresrätter) och kommersiella fastigheter (industri, kontor, handel, logistik, hyresrätter och samhällsfastigheter).

Marknadernas sammansättning 2019

Andel i procent



Anm.: Kommersiella fastighetsmarknaden indelad utifrån värde, bostadsmarknaden utifrån antal bostäder.
Källor: SCB och MSCI

Bostadsmarknaden å sin sida bromsade lite initialt, därefter har bostadspriserna återhämtat sig medan byggförväntningarna är mer dämpade än innan. Hyresrättsbyggandet har dock utvecklats starkare än bostadsrätts- och småhusbyggandet. Förväntningarna för kommande 12 månader tyder på en viss inbromsning av byggandet totalt sett. Bostadspriserna ser ut att vara fortsatt stabila och öka svagt samtidigt som vi ser framför oss en stagnerande, och under ytan splittrad, utveckling av kommersiella fastighetsvärden.

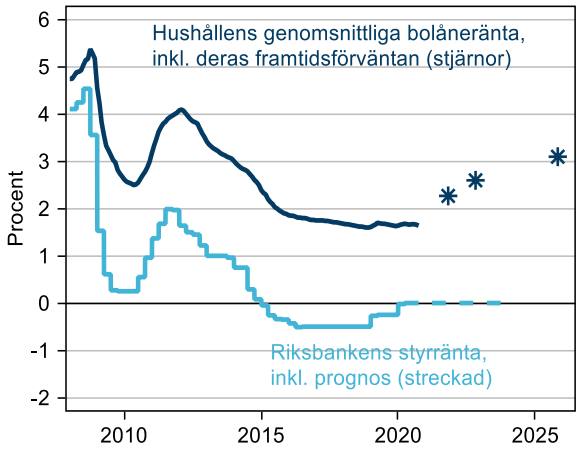
Fortsatt låg inflation – lågräntemiljön befästs

Vi kan också konstatera att avtalsrörelsen landade i att arbetsgivare och fack inom industrin är överens om löneökningar på 2,2 procent per år de kommande 29 månaderna. Men det blir ingen kompensation för de uteblivna löneökningarna i år. I praktiken innebär det att löneökningarna endast är 1,8 procent per år, vilket är lägre än vad som krävs för att uppnå inflationsmålet. Vi har alltså fortsatt låg inflation att vänta, och därtill låga räntor.

Hushållens ränteförväntningar har skiftat ned några tiondelar, men har fortfarande en stigande profil. Hushållens skulder har fortsatt stiga under året och

den kraftiga åtstramning av kreditutlåning som ofta ägt rum vid tidigare kriser har uteblivit. Istället har hushållens ekonomi stöttats via exempelvis tillfälliga undantag från amorteringskrav. Den uteblivna kreditåtstramningen har bidragit till att försvaga sambandet mellan arbetslöshet och bostadspriser.

Lägre men stigande boränteförväntningar



Källor: SCB, Riksbanken, Konjunkturinstitutet och Macrobond

Fastighetsfinansiering fortsatt dyrare än innan

Under våren steg kreditspreadarna kraftigt för fastighetsbolag vilket gjorde att marknadsfinansiering blev dyrare och mindre attraktivt. Vi såg också stora utflöden från företagsobligationsfonder vilket bidrog till obalansen på marknaden. I det osäkra läget blev även offentliga kreditbetyg allt viktigare för att säkra marknadsfinansiering. Sammantaget har detta inneburit att traditionell bankfinansiering blivit ett mer attraktivt alternativ under året. Fastighetspremien har nu kommit ned från de höga nivåerna i våras, men är fortsatt högre än innan pandemin, läs mer i artikeln *Återhämtning och förnyad växtvärk*. Samtidigt är gröna obligationer tillbaka på tidigare toppnivå.

Hur ska renoveringsvågen finansieras?

Marknaden för samhällsfastigheter har vuxit mycket kraftigt det senaste decenniet, drivet av demografiska behov. Tillsammans med långa hyresavtal och konjunkturokänsliga hyresgäster är risken låg i dessa investeringar. Samtidigt finns ett stort behov av att renovera det äldre beståndet, vilket driver på investeringsbehoven ytterligare. EU:s strategi för en renoveringsvåg som annonserades i oktober skulle kunna subventionera en sådan upprustning. Men den stora kostnaden ligger sannolikt hos offentlig sektor. Läs om detta i artiklarna *Samhällsfastigheter – låg risk & hög efterfrågan* och *En 'grön' renoveringsvåg sköljer över Europa*.

Temaartikel: Långsiktiga trender

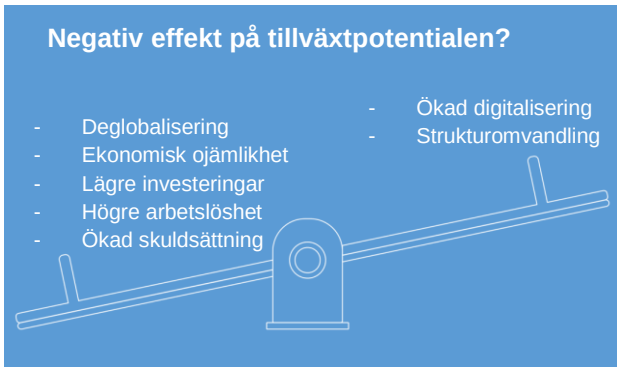
Pandemin förstärker trender – möjligheter och hot

I stormens öga kan man lätt överdriva effekterna av pandemin på lång sikt. Men många av de effekter vi ser som bestående av denna kris handlar i realiteten om en förstärkning av de strukturella förändringar vi redan har sett växa fram. På många sätt har världen tagit ett språng till en mer digitalt uppkopplad vardag och tekniska lösningar har påskyndats. Samtidigt har nya vanor accepterats och även Kina har signalerat en strävan att bli klimatneutral. Trots ökad grad av hemarbete och minskat affärsresande bedömer vi att städers attraktionskraft kommer bestå. För fastighetsägare handlar mycket om att skapa lokaler med hög flexibilitet samtidigt som man tar hållbarhetsfrågan på allvar. Lokaler som är anpassade till digitala behov och som, om efterfrågan på flexiblare hyreskontrakt ökar, lättare kan överlåtas till nya hyresgäster.

Ändrade beteenden hos hushåll och företag

Även om världen gradvis lär återhämta sig efter Covid-19-pandemin och osäkerheten kommer lägga sig tror vi att vissa beteendeförändringar kommer bestå även på längre sikt. Framför allt handlar det om effektivitetsvinster och en förstärkning av trender som vi redan sett, såsom ökad e-handel och ökad digitalisering.[2]

Som figuren nedan visar riskerar lägre kapacitetshöjande investeringar tillsammans med att företagen ser över sina leverantörskedjor att väga tyngre på tillväxten på medellång sikt än den positiva effekten av den ökade digitaliseringen. Till detta kommer en ökad ekonomisk ojämlikhet som riskerar att stänga ute en växande andel av befolkningen från svensk arbets- och bostadsmarknad. Och en högre offentlig skuldsättning.



För fastighetsmarknadens del kan pandemin bidra till att förstärka trenden mot mindre kontorsyta per anställd, om graden av hemarbete ökar varaktigt och affärsresandet minskar. Samtidigt kan efterfrågan på detaljhandelslokaler och hotellfastigheter minska. Detaljhandeln har redan före pandemin påbörjat sin strukturomvandling i takt med den ökade e-handeln, för hotellfastigheter kan den ligga nära förestående.

Stora stimulanser – på gott och lite ont

Under året har vi underskattat effekterna av de stora stimulanserna på ekonomin, tillgångspriser och fastighetsmarknad. Efter den första konkursvågen, som främst utgjordes av företag som hade problem sedan före pandemin, såsom butikskedjor som inte lyckades ställa om till e-handel, har det varit förhållandevis lugnt. Stimulanserna, från både finans- och penningpolitik, har sannolikt hjälpt majoriteten av företagen att övervintra. Å andra sidan kan detta även utgöra en risk, att företag med bristfälliga affärsmodeller hålls under armarna lite för länge. Det senare har bland annat diskuterats med utgångspunkt från flygbolagen[3].

En tydlig effekt av coronakrisen är att bilden av låga räntor länge har cementerats. I Sverige har hushållens ränteförväntningar krypt ner ytterligare. Varaktigt låga räntor bidrar till högre fastighets- och markpriser, lägre avkastningskrav, ökat bostadsbyggande och högre skuldsättning.[4] Låg inflation å andra sidan dämpar ökningen i lokalhyror.

Städers attraktionskraft lär bestå…

Bostadspriserna har, i genomsnitt, mer än återhämtat sig efter en kortvarig nedgång under våren.[5] Hushållens ränteförväntningar är nu något lägre än före pandemin. Samtidigt har stora stimulanser bidragit till att börsen och hushållens förmögenheter återhämtat sig samt att arbetslöshetsuppgången och inkomstbortfall bromsats. Antalet sålda lägenheter i Sverige var i

[2] Se temaartikel ”Coronaviruset kan förändra världen såsom vi känner den” i vår senaste konjunkturrapport, från okt 2020: https://www.researchonline.se/f/qasKorNDokOzuz0J1TdyDA2

[3] Av bl.a. flygindustri-konsulten Hubert Horan https://www.youtube.com/watch?v=Hzig-gnKWTI

[4] Vi utvecklade detta resonemang i en temaartikel i Fastighetsrapporten i november 2019.

[5] Detsamma gäller våra nordiska grannländer, se temaartikel ”Bostadsmarknaden – varför blomstrar den under pandemin?” i konjunkturrapporten, okt 2020.

september på rekordnivå. Det faktum att villapriser ökat starkare än bostadsrättspriser har fått många att fundera på om pandemin kommer påverka bostadsefterfrågan mer permanent. Eller med andra ord, kan lägre krav på kontorsnärvaro och ökad e-handel, leda till att hushåll börjar efterfråga mer bostadsyta mot att bo mindre centralt?

Ökad grad av hemarbete – potential att lyfta bostadsmarknader på pendlingsavstånd?

Preferenser har betydelse för bostadsmarknaden.[6] En enkätundersökning från Hemnet tyder på att nära en tredjedel av de tillfrågade ändrat sina bostadspreferenser under pandemin.[7] Frågan är vilka förändringar som består på längre sikt. Internationellt rapporteras det om ”urban flight” på flera håll.[8] Det spekuleras om ”spökstäder” och att efterfrågan på såväl kontorslokaler, butikshandel, hotellyta men även bostäder i centrala lägen kan drabbas långsiktigt av pandemin. För svensk bostadsmarknad är det svårt att utifrån data på flyttströmmar dra några slutsatser. Generellt är det för tidigt att se effekter av sådana potentiella effekter. Och skulle vi se dem, mitt i pandemins akuta fas, är det troligt att det snarare handlar om en tidigareläggning av flyttbeslut än om nya sådana.

Långsiktiga preferenser kan alltså ha förändrats och pandemin kan ha förstärkt vissa av de trender vi redan sett. Men vår sammantagna bedömning är att städers attraktionskraft lär bestå och att svenska bostadspriser på några års sikt i högre grad kommer styras av graden av bostadsbrist än av förändrade preferenser till följd av Covid-19-pandemin. För kommersiella fastighetsmarknaden är riskerna större för en strukturomvandling, när tidigare trender som minskad kontorsyta per anställd och minskad butikshandel förstärks kraftigt.

Men efterfrågan på kontorslokaler förändras

För hushåll innebär minskade krav på kontorsnärvaro ökad flexibilitet och potentiellt tidsbesparing. Även om kontorslokaler sannolikt även fortsättningsvis kommer utgöra basen för verksamheten kommer de sannolikt kompletteras med hemarbete och mer flexibla kontorshubar.[9] Vissa studier och enkäter tyder på att hemarbete kan vara positivt för produktiviteten och öka livskvaliteten genom bättre balans mellan arbetsliv och privatliv.[10] Samtidigt ställs även ökade krav från hyresgäster på kontorslokaler med digitala mötesrum och flexiblare hyreskontrakt. I fastighetsägares perspektiv kan det dels innebära ett ökat behov av att se till kundens önskemål, dels en minskad möjlighet att investera kundspecifikt, om hyreskontrakten ska bli kortare och mer flexibla utan att lokalhyror ska öka snabbt.

Ökade krav på mer flexibla kontorsytor och kortare hyreskontrakt?

Vi ser framför oss att man även fortsättningsvis kommer efterfråga kontorslokaler i citykärnor. Utbudet och nytillskottet av kontorslokaler i centrala lägen är begränsat. Men lägre behov av kontorslokaler till följd av försvagad konjunktur och ändrade kontorsvanor bidrar till högre vakanser generellt och en nedåtpress på lokalhyror och fastighetsvärden överlag. Framåt bedömer vi att flera parametrar kommer vara viktiga i förhandlingarna mellan fastighetsägare och hyresgäster, såsom att hyresgäster kan komma att ställa högre krav på såväl arbetsmiljö som hållbarhet och möjligheten att kunna ställa om lokaler till nya behov kan också bli viktig.

Minskat affärsresande slår på hotellnäringen

Pandemin har slagit särskilt hårt mot resande och turism. Det globala resandet har ökat det senaste decenniet och i växande grad bidragit till global BNP.[11] Även om det är sannolikt att turismen

[6] Se t.ex. Bilaga 3 till Långtidsutredningen 2015, https://www.regeringen.se/contentassets/bdf96e86d579425581134dae37c1b3d2/lu-bilaga-3-hela-till-webben.pdf

[7] Enligt Hemnet uppger 8 procent att de värdesätter större boyta högre än tidigare och 6 procent att de värdesätter att bo centralt lägre än tidigare. https://www.hemnet.se/artiklar/bostadsmarknaden/2020/06/30/coronapandemin-far-fler-att-dromma-om-tradgard

[8] T.ex. https://www.archdaily.com/943368/urban-flight-new-homes-in-the-move-to-rural-living.

[9] Tre av fyra brittiska företag uppgav att de kommer behålla ökad grad av hemarbete efter pandemin, enligt en undersökning av Institute of Directors.

[10] I artikeln ”Countering the tyranny of the clock” refererar The Economist (17 oktober 2020) till en studie av företaget Slack, utförd på 4700 hemarbetare i sex länder, som tyder på produktivitetsvinster. Arbetare med flexibla arbetstider gav även högre poäng för känsla av tillhörighet till organisationen än dem som arbetade ordinarie kontorstider.

[11] Statista, Travel and tourism: share of GDP worldwide 2000-2019, https://www.statista.com/statistics/1099933/travel-and-tourism-share-of-gdp/

återhämtar sig när väl osäkerheten för smittspridning lagt sig, är det mer oklart vad det nya normala blir för affärsresandet.

Ett, av pandemin, plötsligt och starkt behov av distansmöten har främjat utvecklingen liksom användandet av digitala verktyg. Detta har sannolikt medfört en högre kvalité på distansmöten jämfört med innan. Det finns forskning som pekar på betydelsen av affärsresandet på produktivitetstillväxten[12], men teknologiska framsteg och nya vanor kan ändra spelreglerna. Vår bedömning är att risken för att affärsresandet påverkas negativt även på längre sikt är överhängande.[13] Långvarigt lägre affärsresande påverkar hotellnäringen i hög grad och strukturomvandling i sektorn är sannolikt att vänta. För den kommersiella fastighetsmarknaden och bankers utlåning är denna sektor dock inte systemviktig.

Hotellfastigheter i hård motvind – kanske även efter pandemin

Ökad e-handel pressar detaljhandeln

Det är stora skillnader mellan hur detaljhandelns olika varugrupper och shoppinglägen har drabbats av pandemin. Exempelvis har livsmedels- och byggvaruhandeln utvecklats starkt när fler håller sig hemma medan restaurangbesök och kläd- och skohandeln backat rejält. Samtidigt har stora köpcentrum stått nästintill tomma. På vissa håll har det spekulerats i om ökad hemmanärvaro kommer leda till ett permanent skift i hushållens renoverings- och inredningsutgifter.[14]

Den förstärkta trenden mot ökad e-handel minskar efterfrågan på fysisk butikshandel och sätter press på detaljhandelsfastigheter. Varje produktkategori har sina egenskaper och förutsättningar som påverkar hur snabbt e-handelspenetrationen ökar.[15] Detta betyder att strukturomvandlingen sker olika snabbt inom olika delar av detaljhandeln. Här uppstår en svårighet för finanspolitiken, hur mycket bör man stötta företag som drabbas hårt av pandemin men också är i stark strukturell motvind och kanske skulle ha slagits ut ändå?

… men lyft för logistiklokaler

Samtidigt ökar efterfrågan starkt på nya och moderna logistik- och lagerlokaler, en trend som pågått de senaste åren. Den kraftigt ökade e-handeln och efterfrågan på snabba hemleveranser för med sig ett växande behov av lagerytor och mer terminalkapacitet. Kraven på snabba leveranser av e-handelsvaror leder också till att det byggs allt mer i stadsnära lägen, såsom Stockholm och Göteborg. För centrallager är mindre städer nära storstadsregioner populära. I Eskilstuna byggs för närvarande lagerlokaler till e-handelsjätten Amazon. Deras intåg på svenska marknaden var dock planerat långt innan pandemin.

Förstärkt hållbarhetsfokus och nya gröna giv

EU presenterade redan innan pandemin, i slutet av 2019, höjda klimatambitioner. Den europeiska gröna given var ett omfattande åtgärdspaket för att starta en hållbar grön omställning med målet att nå klimatneutralitet år 2050. I samband med utbrottet av Covid-19 sattes pågående globala klimat-förhandlingar på paus och pandemin sågs som ett hot mot trenden mot ökat hållbarhetsfokus. Sedan dess har Kina överraskande börjat signalera höjda klimatambitioner och att landet ska bli klimatneutralt till 2060. USA är sannolikt på väg att svänga åt mer grön politik då Biden är på väg att ta plats i Vita huset. Och i EU planeras gröna investeringar stå för en växande andel av budgeten. Som en del av återhämtnings-paketet har EU bland annat lagt fram den s.k. 'renoveringsvågen', med syftet att öka antalet renoveringar som förbättrar byggnaders energi-effektivitet. I den svenska budgetpropositionen för 2021 föreslås ett riktat stöd till fastighetsägare för renoverings- och energi-effektiviseringsåtgärder av flerbostadshus 2021–2023. I ljuset av detta är vår tolkning att de enorma stimulanspaket i spåren av pandemin kan bidra till att påskynda trenden kring en miljömässigt hållbar omställning i flera sektorer.

[12] Se t.ex. Oxford Economics UK-artikel "The value of international business travel", maj 2016 och Journal of Experimental Social Psychology. Vol. 69, mars 2017, sid. 223-226.
[13] En bedömning som även görs av Sas vd, se t.ex. intervju i DI weekend den 15 okt 2020.
[14] https://www.cnbc.com/2020/09/09/urban-flight-means-home-improvement-trends-will-become-a-sustained-shift.html.
[15] Se temaartikel "Nya sätt att handla pressar etablerade kedjor" i Fastighetsrapporten, Maj 2020.

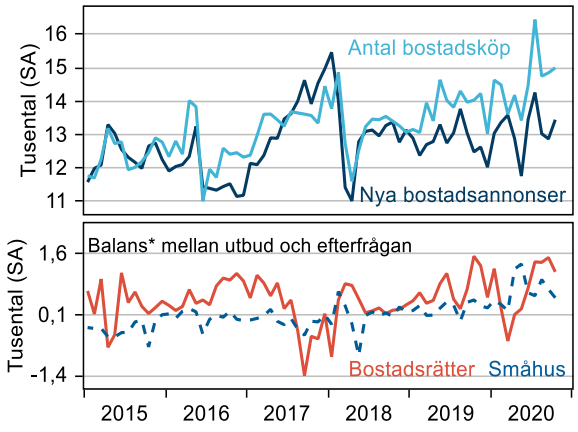
Het bostadsmarknad går mot lugnare fas

Trots snabbt stigande arbetslöshet har bostadspriserna mer än återhämtat sig sedan pandemins utbrott och antalet bostadsköp är rekordhögt. Det finns en hög underliggande efterfrågan på bostäder då befolkningen under lång tid ökat mer än byggandet. Samtidigt har stora stimulanser sjösatts som har stöttat hushållens inkomster och bidragit till att kreditutlåningen till hushåll inte har stramats åt i denna kris. Vi bedömer att bostadspriserna fortsätter öka svagt men att bostadsmarknaden nu går in i en lugnare fas. Medan byggandet av småhus och bostadsrätter har dämpats av den försvagade konjunkturen och stramare kreditvillkor har hyresrättsbyggandet istället ökat under våren. Men även för hyresrätter ser vi en viss inbromsning under hösten.

Hög efterfrågan på bostadsköp under pandemin

Pandemin lamslog stora delar av svensk ekonomi under första halvåret. Men inte bostadsmarknaden. Efter en viss initial nedgång av priser och aktivitet i början av våren har priserna mer än återhämtat sig och antal bostadsköp har varit rekordstarkt under sommaren och början av hösten. För både villor och lägenheter har antalet försäljningar överstigit antalet nya bostadsannonser på Hemnet. Därtill tyder en enkät från Hemnet på att det i september var ovanligt många, cirka 13 procentenheter fler än i september ifjol, som planerar att köpa bostad kommande året.[16]

Stark efterfrågan på bostadsköp

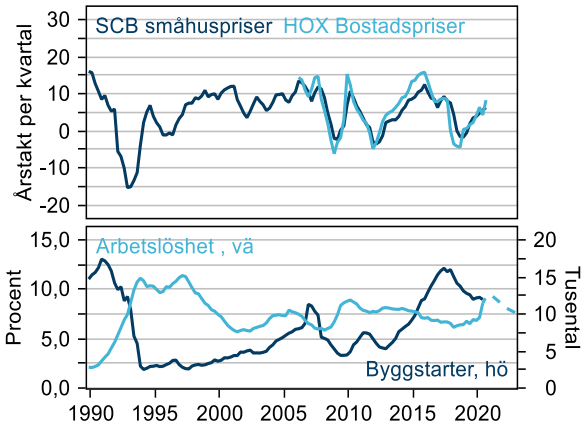


Anm.: * Avser antal sålda bostäder minus antal nya bostadsannonser
Källor: Hemnet, Svensk mäklarstatistik och Macrobond

Arbetslösheten har ökat snabbt under året, även om den ser ut att toppa på en lägre nivå än vi och andra befarade under våren. Men samvariationen mellan arbetslöshet och bostadspriser har varit svagt. Att bostadsmarknaden visat överraskande motståndskraft är en bild som delas med våra nordiska grannländer. Det är sannolikt flertalet faktorer som bidrar till att försämringen på arbetsmarknaden inte återspeglas i bostadspriserna. I vår senaste konjunkturrapport lyfter vi bland annat att krisen cementerat bilden av att låga räntor är här för att stanna, att kreditvillkoren varit gynnsamma samt att arbetslösheten drabbar dem som står utanför bostadsmarknaden i högre omfattning än vanligt.[17]

Vår bedömning är att bostadspriserna fortsätter vara stabila och svagt stigande kommande år. Förvisso biter den högre arbetslösheten sig fast ett tag framöver men boendeefterfrågan ser ut att fortsätta vara stark och kreditsituationen god.

Stigande bostadspriser trots högre arbetslöshet



Anm.: Kvartalsdata
Källor: SCB, Handelsbanken och Macrobond

Tydligast kriseffekt på aktiviteten i Stockholm

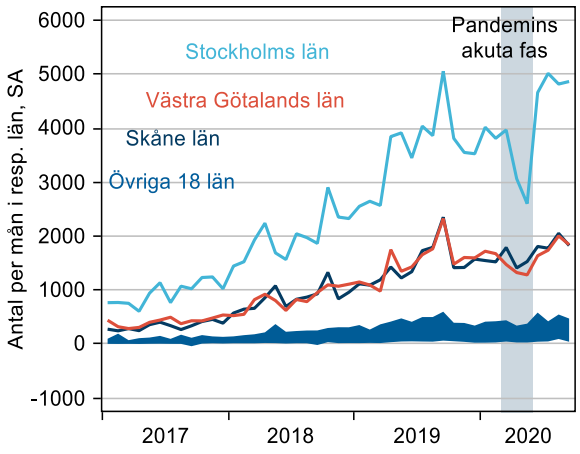
Aktiviteten på bostadsmarknaden har ökat starkt de senaste åren, delvis kopplat till ökad nyproduktion som också bidrar till flyttkedjor. Av de knappt 15 000 bostäder som såldes i Sverige i september utgjordes var femte bostad av nyproduktion, enligt Booli pro. Drygt en tredjedel av den totala försäljningen var

[16] https://www.hemnet.se/artiklar/bostadsmarknaden/2020/09/11/ny-data-rekordmanga-vill-flytta

[17] Se temaartikel ”Bostadsmarknaden – varför blomstrar den under pandemin?” i konjunkturrapporten från 7 okt 2020, https://www.researchonline.se/f/qasKorNDokOzuz0J1TdyDA2

kopplad till Stockholmsregionen, och drygt en fjärdedel till Västra Götalands och Skåne län sammantaget. Särskilt i Stockholm sjönk aktiviteten i april och maj, för att därefter ta mer fart.

Antal verifierat sålda bostäder inkl nyproduktion

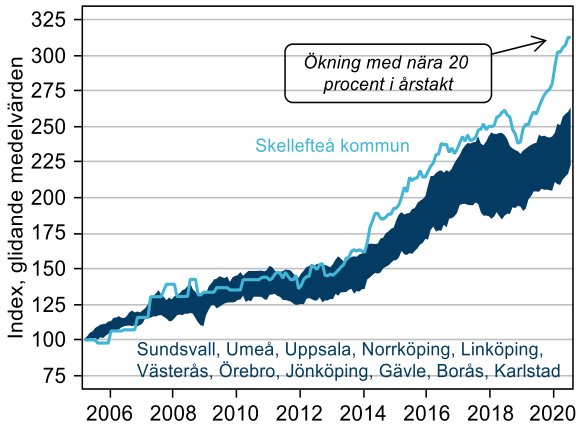


Källor: Boolipro och Handelsbanken.

Hur går bostadspriserna utanför storstäderna?

Småhuspriserna har stigit på bred front under året. I de flesta län har småhuspriserna ökat med omkring 10 procent det senaste året. Kronobergs, Norrbottens och Västerbottens län är de län där småhuspriserna ökat snabbast på sistone, enligt Valueguard. En kommun som sticker ut än mer åt det positiva hållet är Skellefteå, en trend vi även sett innan pandemin och sannolikt kopplat till att regionen växer och efterfrågan på bostäder ökar.

Småhuspriser ökar brett, Skellefteå i topp



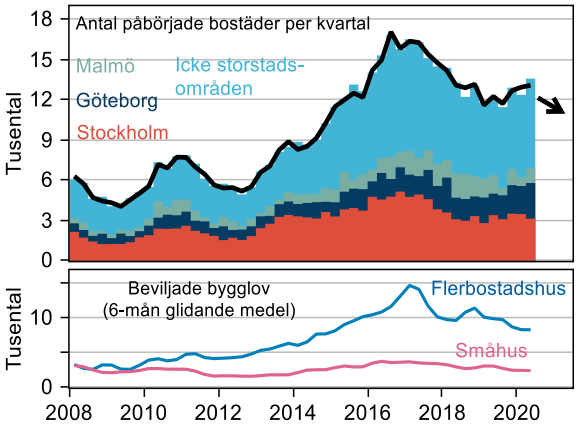
Anm.: Småhuspriser per kommun, 3-5 mån glidande medelvärde.
Källor: Valueguard och Macrobond

Bostadsrättspriserna har också ökat, men inte fullt så starkt. De sjönk i samtliga Sveriges län under våren, men mest i Stockholm och knappt märkbart i Örebro län. Därefter har de ökat starkt, inte minst i Halland. Samtidigt har priserna på stora lägenheter ökat snabbare än de för små, åtminstone i storstäderna. Denna trend är dock inte heller helt ny med pandemin.

Bostadsbyggandet bromsar enligt byggbolagen

Det totala bostadsbyggandet ökade under våren. Antalet byggstarter summerade till drygt 27 000 under första halvåret, en ökning med drygt 6 procent jämfört med samma period ifjol. Men skrapar man på ytan ser man dock att byggandet av småhus och bostadsrätter minskade med 7-8 procent. Samtidigt ökade hyresrättsbyggandet starkt jämfört med första halvåret ifjol, delvis stimulerat av det statliga investeringsstödet. Hittills i år har drygt tiotusen hyresrätter beviljats stöd. Medan byggandet av hyresrätter har legat på en förhållandevis stabil nivå de senaste åren och ser ut att öka i år har bostadsrättsbyggandet minskat med omkring hälften sedan 2017.

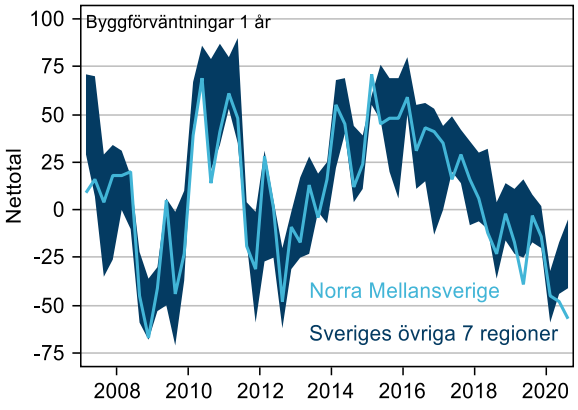
Många byggstarter i utfall men byggloven viker



Anm.: Statistik t o m 2020Q2, nästa utfall kommer 20 november.
Källor: Macrobond och SCB

Av de byggstarter som gjordes under andra kvartalet var en fjärdedel kopplad till Stockholmsregionen, en fjärdedel till storstäderna Göteborg och Malmö och resterande till övriga landet. Trenden har i Stockholm och Malmö varit nära oförändrad men i Göteborg och övriga riket svagt stigande.

Byggföretagen ser inbromsning av byggandet



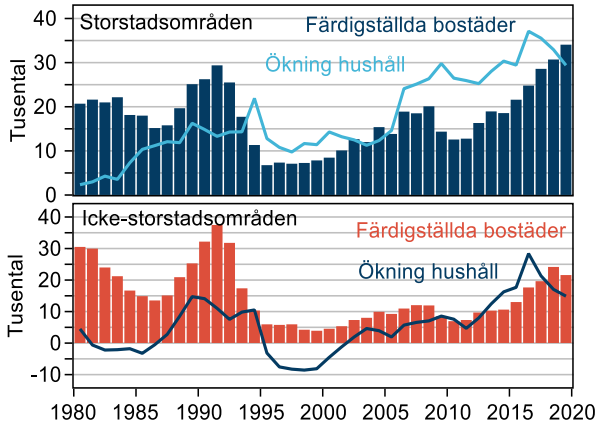
Anm.: Värde under noll betyder att fler företag ser minskat än ökat byggande på ett års sikt. Kvartalsvärden till och med Q3.
Källor: Macrobond och Konjunkturinstitutet

När byggbolagen nu blickar framåt ser de framför sig ett minskat byggande det närmaste året, i samtliga regioner. Även byggloven tyder på en viss inbromsning. *Vår prognos är att byggstartade bostäder uppgår till 47 000 i år*, för att sedan minska till 45 000 nästa år. Även hyresrättsbyggandet minskar något jämfört med det första halvåret enligt vår bedömning men fortsätter ändå stå för omkring hälften av bostadsbyggandet.

Bostadsbrist i storstäderna, enligt flera mått

Bostadsbrist kan mätas på olika sätt. I september presenterade Boverket en rapport med nya beräkningar för bostadsbristen med syfte att studera hur många hushåll som har en otillräcklig boendestandard. Enligt rapporten var det 462 000 hushåll som var trångbodda 2018 varav 56 000 hade en ansträngd boendeekonomi.[18] Andelen trångbodda hushåll var högst i Stockholms län, på knappt 16 procent och lägst i Norrbottens och Västerbottens län, på knappt 6 procent. Andel hushåll som hade ansträngd boendeekonomi 2018 var dubbelt så hög för dem som bodde i hyresrätt jämfört med bostadsrätt. Om man sätter bostadsbyggandet i relation till befolkningsökningen i respektive län är det framför allt i storstäderna som byggandet har varit lågt sedan 1990-talet.

Underskott av bostäder i storstäderna



Anm. Vi antar här att det i snitt bor 2,2 pers. per hushåll i samtliga län.
Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

Ombyggnader har ökat trots lågkonjunkturen

Under krisen har många varit hemma mer än vanligt och vi har sett ett uppsving inom byggvaruhandeln och ökad konsumtion av hemmafixar-produkter. Enligt SCB ökade även totala ombyggnadsinvesteringar inom flerbostadshus och småhus med 6 procent det första halvåret, trots konjunkturförsvagningen. Med EU:s fokus på en 'renoveringsvåg' för att förbättra byggnaders energieffektivitet, ser vi att renoveringar synes vara fortsatt i fokus framöver. I den svenska budgetpropositionen föreslås bland annat ett riktat stöd till fastighetsägare för renoverings- och energieffektiviseringsåtgärder av flerbostadshus 2021-2023.

Bostadspolitik – vad nytt?

Slopad räntebeläggning på uppskov. Från och med 1 januari 2021 slopas den ränta som betalas på uppskov av vinsten från en bostadsförsäljning. Syftet är att öka rörligheten på bostadsmarknaden.

Tillfälligt undantag från amorteringskrav. Från och med 14 april har bankerna fått tillåtelse från Finansinspektionen att ge både nya och gamla bolånetagare tillfälligt undantag från amorteringskrav. Undantaget gäller enligt beslut till och med 31 augusti 2021 och syftar till att stötta hushållens ekonomi under coronakrisen. Finansinspektionen anser det rimligt att amortering fortsatt ingår i bankers kvar att leva på-kalkyl eftersom det är ett tillfälligt undantag.

Det statliga investeringsstödet för byggande av hyresrätter och studentbostäder infördes 2016. Hittills i år har drygt tiotusen hyresrätter beviljats stöd, varav drygt 6000 beviljades i januari. För i år finns utrymme till ca 2500 fler lägenheter. 2021 höjs anslaget med en dryg miljard, från 2,1 till 3,2 miljarder kronor. Men ändrade bidragsregler gör det mindre förmånligt, enligt Byggföretagens konjunkturrapport 2020:1.

Pågående utredningar. Utredningen för *En socialt hållbar bostadsförsörjning* fick sitt uppdrag i maj 2020 och ska redovisa sitt slutbetänkande i november 2021. Uppdraget är bland annat att se över uppgiftsfördelningen mellan stat och kommun inom bostadspolitiken samt utreda vissa bostadspolitiska verktyg med syfte att underlätta för hushåll som har svårt att skaffa en bostad på marknadens villkor samt minska boendesegregation. Utredningen *Samordning för bostadsbyggande* ska slutredovisas den 31 december 2020. Utredningen påbörjades i januari 2018 med syftet att underlätta planeringsprocesser för att få till stånd ett ökat och hållbart bostadsbyggande.

[18] https://www.boverket.se/sv/om-boverket/publicerat-av-boverket/nyheter/boverket-presenterar-nya-berakningar-av-bostadsbristen/

Marknaden för kommersiella fastigheter

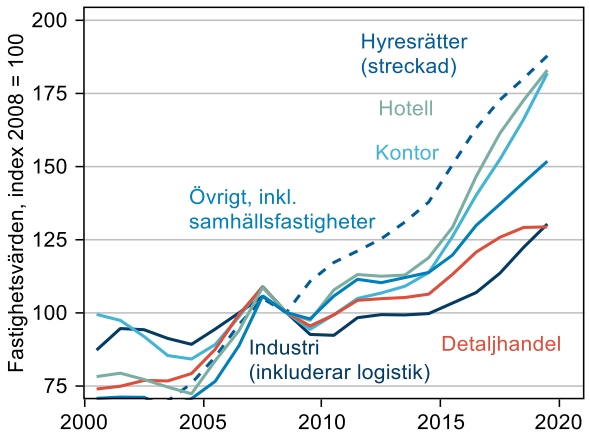
Stor splittring i ett dämpat marknadsläge

För att vara i grunden stabila tillgångar med trögrörliga intäkter har fastighetsaktier under året uppvisat sällan skådade rörelser. På bara några veckor i mars gick aktievärderingen från hög till låg, efter ett ras på ca 45 procent för börsens fastighetsindex. Trots markant uppgång sedan botten i mars handlar fastighetsaktierna fortfarande lägre än vid årsskiftet. Lågkonjunktur och accentuerade strukturella trender i pandemins spår innebär att fastighetsmarknaden är i en vändpunkt och vi räknar med stigande vakansgrader och avstannande värdetillväxt under det närmaste året. Men de olika marknadssegmenten lever i skilda världar. Detaljhandel och hotell har det kämpigt medan lager, logistik och bostäder står starka. I mitten står kontor och väger.

Från makroanalys till fastighetsmarknad

- Vi räknar med att den utdragna lågkonjunkturen efter hand spiller över i ett svagare läge på fastighetsmarknaden. Vakansgraden fortsätter stiga framöver när efterfrågan på lokaler dämpas, men mycket låga räntor under överskådlig tid ger samtidigt stöd.
- Tillväxten i fastighetsvärdena stannar totalt sett av, enligt vår bedömning, men det är stora skillnader på marknaden så beroende på segment och region kan både fallande och stigande värden väntas.
- Den nedåtgående trenden i avkastningskrav ser ut att ha brutits, enligt resultaten från en enkätundersökning bland Handelsbankens företagsrådgivare.

Värdena sköt i höjden under högkonjunkturen...



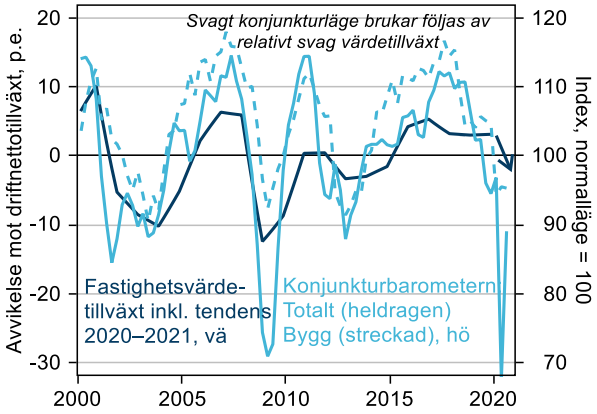
Källa: MSCI

Lågkonjunkturen bromsar värdetillväxten

Coronapandemin har hittills drabbat olika segment olika hårt. I detaljhandeln, som sedan tidigare tampas med den strukturellt ökande andelen e-handel, stannade värdetillväxten av redan i fjol. Och coronakrisen ser nu ut att ha lett till negativ värdetillväxt i detaljhandelssegmentet under 2020, vilket till exempel speglas i att flera stora bolag gjort nedskrivningar av värdet på sina handelsfastigheter.

Någon bredare nedgång i fastighetsvärdena räknar vi dock inte med. Lågkonjunkturen bidrar visserligen till högre vakansgrad och dämpade hyresintäkter, men det motverkas av nedtryckta ränteutsikter och omfattande ekonomisk-politiska stimulanser som stöttar inte minst kommersiella fastigheter. Sammanfattningsvis bedömer vi att det svaga konjunkturläget ändå resulterar i att värdetillväxten stannar av framöver. Det kan visserligen betraktas som sjunkande värderingar, eftersom den stagnerande värdetillväxten därmed skulle understiga våra förväntningar för både inflation och driftnettotillväxt.

...men svag ekonomi signalerar avsvalning

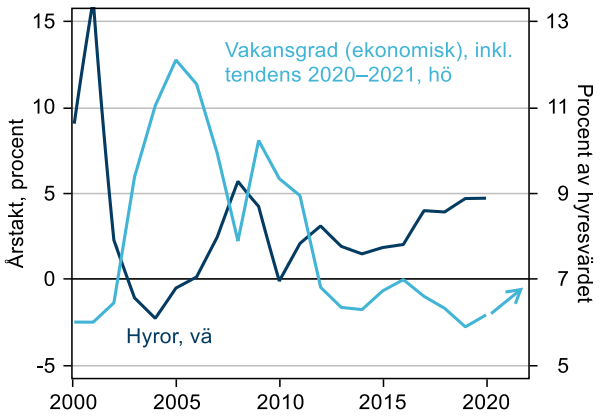


Anm.: Fastighetsvärdetillväxt mot dito driftnetto: en värderingsproxy.
Källor: MSCI, Konjunkturinstitutet och Macrobond

Vakansgraden i kommersiella fastigheter vände upp 2019, när slutet på högkonjunkturen började skymtas med bland annat stigande arbetslöshet. Efter fjolårets vändpunkt, fortsätter vakansgraden att stiga i coronakrisens spår. Enligt resultaten från en enkät till ett antal av Handelsbankens företagsrådgivare med fastighetsbolagskunder, är uppgången i vakansgrad för både detaljhandelslokaler och kontor tydlig andra halvåret

2020, jämfört med motsvarande period 2019. Bland de svarande rådgivarna påpekas samtidigt att uppgången delvis kan vara ett resultat av den förhöjda osäkerhet som råder, med beslut och tecknande av avtal som skjuts på framtiden. Det skulle i så fall kunna bana väg för en snabb vändning mot lägre vakansgrader igen, om lågkonjunkturen repar sig oväntat snabbt och osäkerheten skingras.

Vakansgraden stiger – hyrestillväxten dämpas?



Anm.: Pil avser tendens enligt Handelsbankens fastighetsenkät.
Källor: MSCI och Handelsbanken

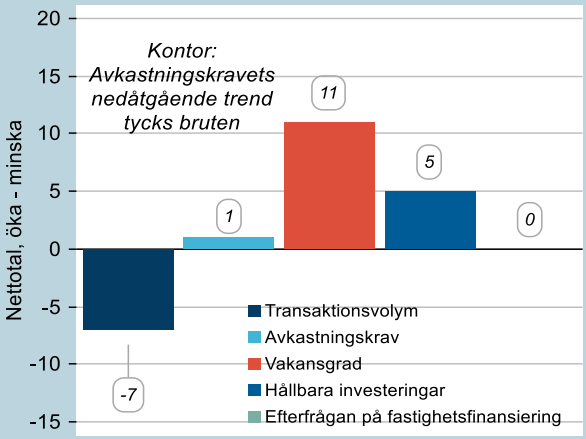
I den utdragna lågkonjunktur vi prognosticerar, med en hög arbetslöshet som fortsätter driva upp vakansgraden, dämpas hyrestillväxten med viss eftersläpning. Samtidigt är den riskfria räntan fortsatt låg och utsikterna ännu mer nedpressade än i tidigare prognoser. Det kommer med all sannolikhet medföra historiskt sett låga avkastningskrav även framgent, vilket håller uppe fastighetsvärdena. De signaler vi får från börsnoterade fastighetsbolag och vår enkät är att avkastningskravet fortsätter dala i hyresrättssegmentet. Den trendmässiga nedgången för avkastningskravet på kommersiella fastighetsmarknaden i övrigt ser dock ut att ha tagit paus, eller till och med brutits. För detaljhandelslokaler handlar det hursomhelst om stigande avkastningskrav, när riskpremierna stiger mot bakgrund av osäkerhet om inte minst framtida hyresintäkter.

Fastighetsmarknadsenkäten

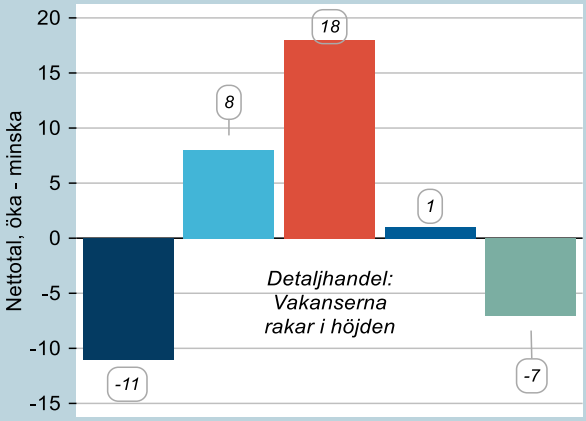
För att ta tempen på marknaden för kommersiella fastigheter i hela landet gör vi en undersökning bland ett urval av Handelsbankens företagsrådgivare med fastighetsbolagskunder. Se även Appendix.

Splittrad bild av läget för kommersiella fastigheter

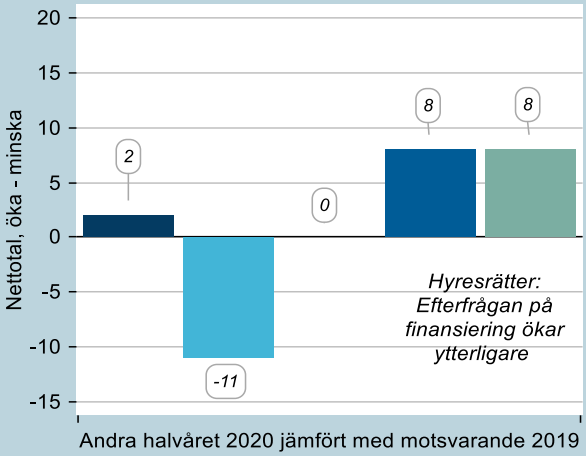
Kontorssegmentet svalnar...



...och deppigt för detaljhandelslokaler...



...men fortsatt hett med hyresrätter



Källa: Handelsbanken

Lugnare transaktionsaktivitet

Coronakrisen har också inneburit att transaktionsvolymen har dämpats jämfört med förra hösten, framförallt vad gäller detaljhandelslokaler men också kontor. Bilden bland våra företagsrådgivare är att hyresrättsfastigheter, om något, drar åt motsatt håll. Å andra sidan tycks fastighetsägarna, främst vad gäller hyresrättssegmentet, men möjligen också kontorssegmentet, ha ökat de hållbarhetsmotiverade investeringarna och renoveringarna, trots den allvarliga ekonomiska krisen. Sammantaget innebär detta att efterfrågan på fastighetsfinansiering är kvar på en hög nivå, enligt resultaten från enkätundersökningen bland Handelsbankens företagsrådgivare.

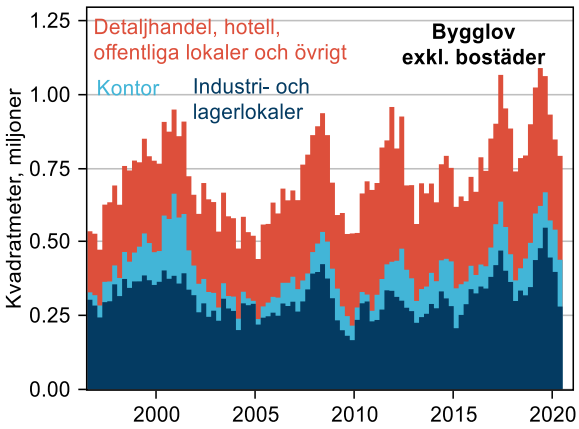
Svalnande marknad dämpar byggtakten?

Den svalnande fastighetsmarknaden tar sig fler uttryck än stigande vakanser och avstannande värdetillväxt. Byggandet av lokaler ser också ut att gå in i en lugnare fas – ett tydligt tecken på att fastighetsmarknaden kyls av. Signaler om minskat byggande kommer från flera håll. För det första uttrycker byggbranschen tydlig pessimism i Konjunkturbarometern, trots en fortsatt het bostadsmarknad. Pessimismen ser inte kortvarig ut, eftersom byggföretagen även för nästa år räknar man med fallande byggaktivitet.

Och för fastigheter med andra ändamål än boende sjunker antalet nya bygglov liksom den beviljade byggarealen. Nedgången ser inte ut att vara en kortvarig effekt av coronakrisens akuta skede under första halvåret. Dels inleddes nedgången redan tidigare, dels förefaller den bred eftersom den omfattar många olika slags fastigheter och de flesta geografier. Undantagen är Skåne och Västra Götaland som ännu så länge ser mer motståndskraftiga ut.

Andra sidan av myntet är förstås att den lugnare byggtakten, i kombination med att de senaste åren inte präglats av excesser inom byggandet av kommersiella fastigheter, håller nere utbudet av lokaler. På lite sikt, när efterfrågan vänder upp bedöms det begränsade utbudet ge stöd till värdetillväxten.

Byggandet vänder ned från hög nivå



Anm.: Statistik t o m 2020Q2, nästa utfall kommer 20 november.
Källor: SCB och Macrobond

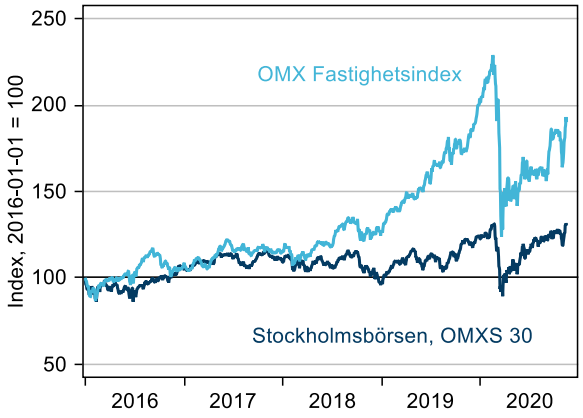
Från fastighetsmarknad till aktieanalys

- Aktievärderingarna har hämtat sig och står på nivåer som i normala fall indikerar en högkonjunktur, tack vare stöd från de än lägre ränteutsikterna.
- Tredje kvartalets rapporter var stabila – krisen märks knappast – och marknaden tog det hela med ro.
- För de kontorstunga, noterade fastighetsbolagen räknar vi med relativt stabila resultat kommande kvartal även om avmattning kan skönjas i omförhandlade hyresavtal och nettouthyrning.

Låg ränta dominerar i värderingarna

Den ekonomiska återhämtningen innebär att aktiemarknaden återigen har höjt förväntningarna och fastighetsindex har tagit ett rejält glädjeskutt under hösten. Aktievärderingarna är därmed på nivåer som i normala fall indikerar en annalkande högkonjunktur, synonymt med *sjunkande* vakansgrader, *växande* hyresintäkter och *stigande* värden på tillgångarna. Hur går då det ihop med de osäkra utsikterna för konjunkturen och den avsvalnande kommersiella fastighetsmarknaden?

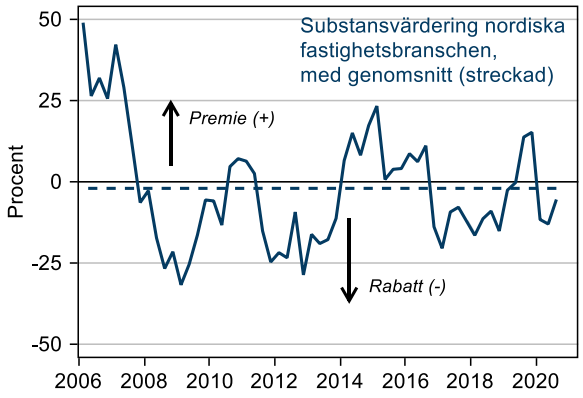
Fastighetsaktier föll 45 procent på tre veckor



Källor: Macrobond och Nasdaq OMX Nordic

En förklaring bakom aktiemarknadsoptimismen är förstås de än mer nedtryckta ränteutsikterna, men därutöver bidrar också ett generellt stort intresse på transaktionsmarknaden och mycket kapital som söker avkastning till hanterbar risk.

Substansvärderingen vände upp i tredje kvartalet

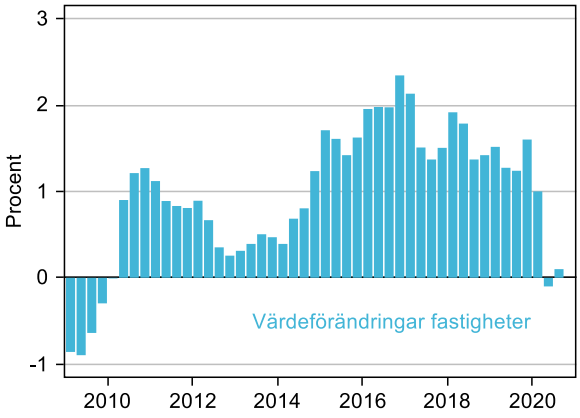


Anm.: Substansvärdering avser spegla företagets värde utifrån företagets justerade egna kapital.
Källa: Handelsbanken

Odramatiskt i rapporteringen…

Överlag kan vi konstatera att kvartalsrapporterna för det tredje kvartalet var stabila – krisen märks knappast – och aktiemarknaden tog emot rapporterna med ro. Hyresinbetalningar är nästan i nivå med ett normalläge och hyresrabatterna är tämligen små. Fastighetsvärderingarna var relativt oförändrade. De hölls uppe av projektvinster, högre intjäningsprofiler samt i flera fall nedjusterade avkastningskrav för kontor och bostäder. Hyresmarknaderna visar överlag på fortsatt god efterfrågan med positiv nettouthyrning för många bolag – långt ifrån en krismiljö.

Värderingarna steg något i kvartalsrapporterna

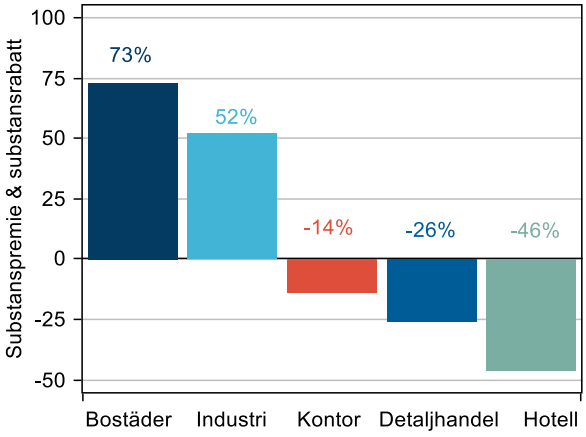


Anm.: Sammanställd data från ett urval av börsnoterade bolag
Källor: Bolagens rapporter och Sedis

…men vi ser skillnader i värdering

I aktiekurserna ser vi dock idag stora skillnader i värdering, beroende på fastighetsexponering. I ena vågskålen finns hyresbostäder, samhällsfastigheter samt lager och logistik – åtråvärda tillgångar, gynnade av uppfattningen att risken är låg och/eller att den strukturella tillväxten hög. Följaktligen erhåller aktier med dessa exponeringar tydliga tillväxtvärderingar. I andra vågskålen ligger aktier med exponering mot hotell, handel och hög belåning. Dessa kategorier anses implicera hög risk och osäkerheten avseende kontor är fortsatt påfallande.

Stora skillnader i börsens värderingar



Källa: Handelsbanken

Utdelningar tillbaka – tillförsikt eller övermod?

Många bolag drog i mars tillbaka sina förslag avseende utdelningar för 2019, dock inte alla. Efter sommaren har merparten av de indragna aktieutdelningarna gjort come back och extra årsstämmor hålls nu i flera fall under hösten för att ge aktieägarna kontant avkastning. Detta läser vi som att riskerna anses ha minskat, eller i vart fall att

visibiliteten har ökat. Att även kapitalmarknaderna har återhämtat sig till nivåer nära de som vi upplevde innan krisen spelar säkert in. Men riskerna torde inte vara bortblåsta, konjunkturutsikterna kvarstår enligt vår mening som ett frågetecken och vi kan inte utesluta ny turbulens på kapitalmarknaderna. Flera bolag som delar ut pengar för 2019 lever under ganska små marginaler relativt de krav som kreditbetygen stipulerar och en potentiell ny våg av oro på kapitalmarknaden, och försämrad likviditet, kan återigen sätta ljuset på balansräkningar och risk för finansiell instabilitet. Detta menar vi utgör en väsentlig risk även för aktiemarknaden.

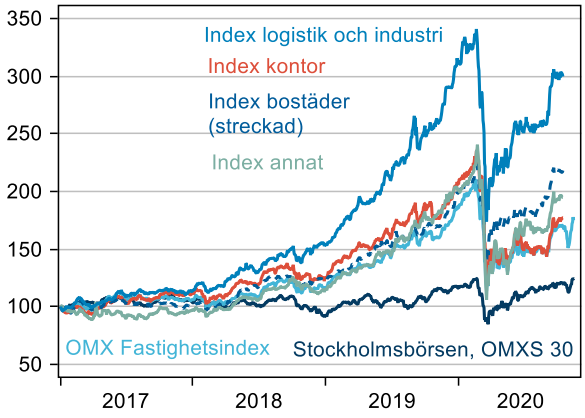
Hotell – botten passerad, trots ny virusvåg

Hotell är utan tvekan den fastighetskategori som upplevt den kraftigast negativa effekten av pandemin och åtföljande restriktioner för inte minst resande och större sammankomster. De två börsbolagen med absolut fokus på hotell, Pandox (primärt hotellägare) och Scandic (hotelloperatör), såg sina aktier falla mer än 80 procent på en dryg vecka i mars, men de har sedan dess till viss del återhämtat sig.

Digitala alternativ har för alltid reducerat affärsresandet

Till skillnad från kontor, som ännu inte har sett någon negativ direkt effekt från pandemin, kan vi för hotell anta att det värsta är över. Trots den andra vågen av smittspridning och restriktioner som nu pågår, så är det sannolikt att det andra kvartalet utgjorde botten för efterfrågan. I Norden var hotellens beläggning då nere på ca 10 procent, innan det tredje kvartalets lättnader i restriktionerna bidrog till framförallt fler nöjesresenärer och en återhämtning upp emot ca 45 procents beläggning. Frågan är nu när affärsresenärerna kommer tillbaka till hotellen, och i vilken utsträckning. I vår aktieanalys räknar vi med en successiv, full återgång till det ”normala” för nöjesresenärerna, medan vi antar att bland annat digitala alternativ för alltid har reducerat affärsresandet med en femtedel. Förutom den lägre beläggningen i sig, väntar vi oss därför att genomsnittligt rumspris dämpas i viss mån samt att färre nya hotell tillkommer på marknaden framgent.

Logistik är åtråvärd tillgång på börsen



Anm.: Segment avser egna beräkningar utifrån enskilda bolags data.
Källor: Macrobond, Nasdaq OMX Nordic och Factset

Handel – osäkerhet speglas på börsen

Det är främst inom handelssegmentet som nedskrivningar av fastighetsvärden skett under 2020. Atrium Ljungberg skrev i det första kvartalet ned värdena på sina handelsfastigheter med motsvarande ca 12 procent (3 procent på hela beståndet). Även det onoterade bolaget Vasakronan har justerat ner värdet på sina handelsfastigheter. Dessa justeringar bör dock ställas i ljuset av de senaste årens kraftiga värdetillväxt.

Det finns en stor osäkerhet vad gäller hyresgästernas både kort- och långsiktiga möjligheter att driva fysisk handel och klara av de nuvarande hyresnivåerna. Vi räknar med att det kan uppstå behov av att justera fastighetsvärden på handelsfastigheter även framgent, en bedömning som vi till synes delar med aktiemarknaden som är ljumt inställd till handelsfastighetsexponering.

Svårt att utifrån bedöma nedskrivningsbehoven

Utifrån sett är det mycket svårt att avgöra hur riskprofilen och det potentiella nedskrivningbehovet ser ut i bolagens portföljer av handelsfastigheter. Vår uppfattning är att det är skillnad på handel och handel, och därmed hyresgästernas möjlighet att bedriva sin verksamhet och i slutändan betala hyra. Men den information som finns tillhands är komprimerad till portföljnivå och saknar i de flesta fall detaljer. Därmed är möjligheten att göra en relevant analys av riskerna i enskilda bolag begränsad. Bedömningar av kort- och långsiktiga förändringar i hyresnivåer och vakanser samt det eventuella behovet av att justera värdet på en portfölj, närmar sig därför något som kan kallas kvalificerade gissningar.

Lager och logistik – den enes död…
Om det för närvarande är kämpigt för handelsfastigheter, så går det desto bättre för fastighetsbolag exponerade mot lager och logistik, i alla fall på börsen. Skiftet uppåt i andelen e-handel ökar de redan stora kraven på volym och effektivitet i transporter och hantering av gods, vilket driver upp efterfrågan på lokaler. Och vi tror att det är den här effekten av strukturellt ökad e-handel som resulterat i att börsens premievärderingar på denna kategori fastighetsbolag det senaste året blivit ännu större än de redan höga värderingarna vi blivit vana vid.

En annan faktor bakom börsens premie på lager och logistik följer av att det, precis som för handelsfastigheter, kan vara svårt för en utomstående att veta vad som är bra eller dåligt i sammanhanget. Är allt som kan klassas som logistik värt en premie på börsen? Är lagerlokaler lika attraktiva som logistiklokaler? Börsen brukar vara lite trubbig i sin bedömning och prissättning. I likhet med situationen för segmentet samhällsfastigheter – där vi emellanåt ser en bristfällig nyansering avseende kvalitet och ett vårdslöst användande av begreppet samhällsfastighet – ser vi indikationer på att allt som kan tillskrivas epitetet lager och logistik hanteras tämligen lika av börsen, oavsett eventuella inbördes skillnader avseende kvalitet och potential.

Så funkar det: Portföljeffekten på risk

Stora premievärderingar på bolag med exponering mot lager och logistik kan även förklaras med portföljeffekten på risk – något som är applicerbart på alla fastighetssegment, men som blir extra tydligt här. Avkastningskravet är högre inom lager och logistik jämfört med exempelvis kontor eller bostäder, det vill säga varje enskild fastighet anses betinga en högre risk. Det beror på att lager- och logistiglokaler

- ofta är uthyrda till en ensam hyresgäst
- inte sällan är speciellt utformade för hyresgästens behov
- kan vara belägna i ett läge som tjänar hyresgästen väl, men inte passar för en annan verksamhet.

Med en större portfölj av dessa högavkastande tillgångar minimeras dock risken och värdet av portföljen blir större än summan av de enskilda fastigheterna, som bidrar med sitt bokförda värde. Denna portföljpremie har vi sett flera exempel på i stora transaktioner under det senaste året. Därför är vi sedan tidigare vana att se en premie på börsen för denna kategori.

Kontor i framtiden och framtidens kontor
Många av de börsnoterade fastighetsbolagen är mer eller mindre helt fokuserade på att äga, hyra ut och förvalta kontorslokaler – det i särklass mest betydande fastighetssegmentet för börsen. För närvarande hamnar dessa bolag mitt emellan de mest ifrågasatta och de mest attraktiva kategorierna, sett till hur aktiemarknaden implicit värderar dessa tillgångar. Och det går att förstå ambivalensen.

Hur efterfrågan på kontor kommer att se ut i framtiden är en av de absolut största fastighetsmarknadsfrågorna, som flitigt debatteras. Å ena sidan har vi lärt oss mycket under de senaste 20 årens förändring i nyttjande av kontorslokaler och yta per anställd. Kontorsanställda sitter i genomsnitt nu mer än dubbelt så trångt som tidigare. Å andra sidan är det osäkert vad vi har att vänta oss avseende arbete hemifrån när pandemin väl är över. Vi anar en varaktig uppgång för hemmaarbete, men hur stor är osäkert (se temaartikeln ”Pandemin förstärker trender – möjligheter och hot”).

En extrem åsikt i debatten, som fått bränsle på senare tid, är att kontoret är på väg att bli överflödigt. Vi anar att de som redan idag har en stark åsikt om kontorets vara eller icke vara har ett egenintresse. Hyresgästen hävdar ett betydligt mindre behov framöver, för att stärka sin position inför en stundande omförhandling. Fastighetsägaren hävdar motsatsen – ”det går ju inte att trängas mer om man ska undvika framtida smittohärdar”.

Vi räknar med att kontoret har en plats även i framtiden. Den kan berättigas med flera argument:

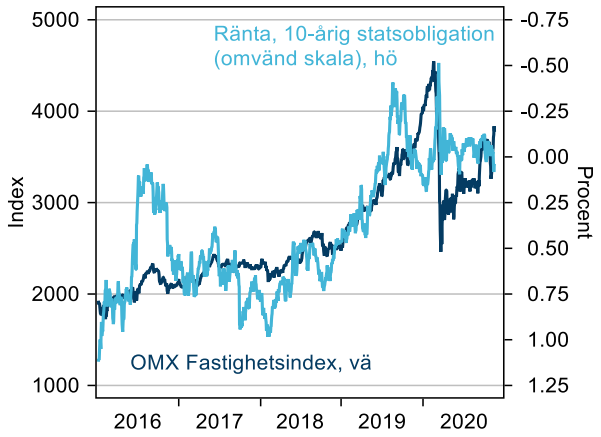
- kontoren bygger gemenskap
- kontoren bygger företagskultur
- kontoren främjar kreativitet och utvecklar affären
- långt ifrån alla vill eller kan jobba hemma
- hjälper arbetsgivaren efterleva sina skyldigheter gentemot arbetstagaren

Samtidigt är det rimligt att tro på att den utveckling som pågått länge fortgår, där kontorets roll och funktion fortsätter att förändras. För 40 år sedan var kontoret ett slutet rum. För 20 år sedan var cellkontor fortfarande vanligast och 30 kvm per anställd ett gångbart nyckeltal. Idag är snittet i stället mellan 10-15 kvm per anställd och kontoret blir allt mer en mötesplats där alla rör sig fritt med bärbar dator och mobiltelefon. Fastighetsägare behöver i så fall fortsätta skapa miljöer och platser som stöttar hyresgästens organisation och dess utveckling, precis som ofta varit fallet i Sverige under de senaste 20 åren. Men visst är det en risk att lägre efterfrågan

blir en följd av mer dynamiska arbetssätt. Och visst finns det en risk att det krävs investeringar, som inte nödvändigtvis ger avkastning, för att tillpassa och tillgodose förändrad efterfrågan och önskemål. Här kommer det ställas krav på fastighetsägaren att vara lyhörd och flexibel. De som inte klarar de kraven riskerar att hamna på efterkälken med obsoleta lokaler, vilket kan leda till vakanser och fallande hyror och fastighetsvärden.

I snitt handlas noterade fastighetsbolag som har ett tydligt fokus på kontor till en substansrabatt om ca 12 procent. Det är 7 procent under snittet för sektorn under de senaste 5 åren och tyder egentligen inte på någon krisvärdering, det torde snarare kunna ses som en tämligen sund inställning inför en period med stor osäkerhet där låg ränta ställs mot risk för sämre intjäning.

Låg ränta ger stöd till fastighetsaktier



Källor: Macrobond och Nasdaq OMX Nordic

Temaartikel: Samhällsfastigheter

Samhällsfastigheter – låg risk & hög efterfrågan

Marknaden för samhällsfastigheter har vuxit mycket kraftigt det senaste decenniet och är nu ett etablerat fastighetssegment med gynnsamma tillväxtförutsättningar och en låg riskprofil. Den demografiska utvecklingen, med allt fler unga och äldre, gör att behovet av samhällsfastigheter kommer att skjuta i höjden de kommande decennierna. Samtidigt finns det ett omfattande behov av att renovera äldre samhällsfastigheter. Den privata marknaden kommer ta en del av det enorma investeringsbehovet som uppkommer. Men det mesta talar för att offentlig sektor även framöver kommer att äga, snarare än att hyra, den övervägande delen av samhällsfastigheterna i Sverige.

Från 0 till ett etablerat segment på 20 år

Privata aktörers syn på samhällsfastigheter har förändrats dramatiskt sedan början av 2000-talet. Från en illikvid tillgång med lågt marknadsvärde till ett etablerat fastighetssegment med gynnsamma tillväxtförutsättningar och låg riskprofil.

Majoriteten av samhällsfastigheterna ägs fortfarande av Sveriges kommuner och regioner samt statliga bolag. Men det privata ägandet har gradvis ökat sedan början av 2000-talet. Många kommuner har sålt delar av sitt fastighetsbestånd och nyproduktion är i större utsträckning i privat regi. Det har bidragit till att transaktionsvolymerna för samhällsfastigheter har gått ifrån att vara i princip obefintliga i början på milleniet till att under de senaste åren ha stabiliserat sig på knappt 10 procent av den totala transaktionsvolymen för kommersiella fastigheter. Samtidigt har antalet privata aktörer som specialiserar sig på samhällsfastigheter vuxit från en handfull till omkring 50-tal aktörer.[19] Skolor och äldreboenden är de största segmenten. Geografiskt sett är Stockholm den största marknaden. Men försäljning av samhällsfastigheter är inte enbart ett storstadsfenomen. 272 av Sveriges 290 kommuner har sålt minst en samhällsfastighet det senaste decenniet.[20]

Vad är en samhällsfastighet?

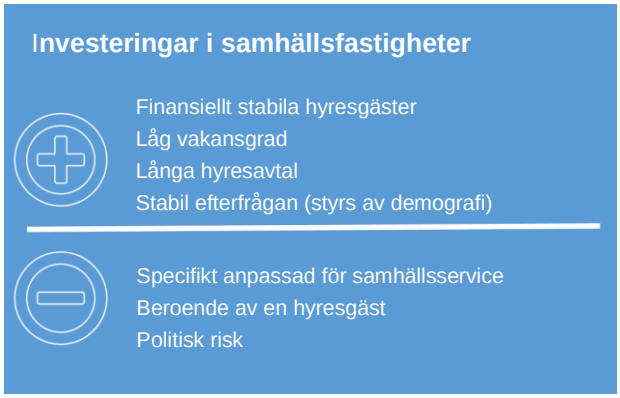
De största aktörerna på marknaden tog 2014 fram följande definition av segmentet samhällsfastigheter (”social infrastruktur”):

Fastighet som brukas till övervägande del av skattefinansierad verksamhet och är specifikt anpassad för samhällsservice. Dessutom inkluderas trygghetsboende under begreppet samhällsfastigheter.

Hyresgäster är stat, kommun och region samt privata företag som bedriver skattefinansierade verksamhet. Lokaler för utbildning, vård, äldreboende och rättsväsende är således exempel på samhällsfastigheter. Men exempelvis kommunhus och försäkringskassans lokaler definieras vanligtvis inte som en samhällsfastighet, eftersom de i regel inte är specifikt anpassade för samhällsservice utan för kontorsverksamhet. Vad som definieras som en ”samhällsfastighet” varierar dock fortfarande mellan olika aktörer.

Långa hyresavtal och konjunkturokänsliga hyresgäster

Investeringar i samhällsfastigheter innebär generellt en lägre risk jämfört med de flesta andra fastighetssegmenten. Kommuner och annan skattefinansierad verksamhet är stabila hyresgäster med mycket låg risk för betalningsinställelser. Utmärkande är även långa hyresavtal, ofta 10-20 år. Det är även vanligt att en hyresgäst har samtliga ytor i en fastighet, vilket bidrar till en låg vakansgrad. Samhällsfastigheter är även unikt i det avseende att läget har begränsad inverkan på hyresnivåerna.



Marknaden för samhällsfastigheter är samtidigt konjunkturokänslig. Den demografiska utvecklingen styr till stor del behovet av samhällsservice och därmed samhällsfastigheter. Efterfrågan på samhällsfastigheter bedöms därför öka närmaste

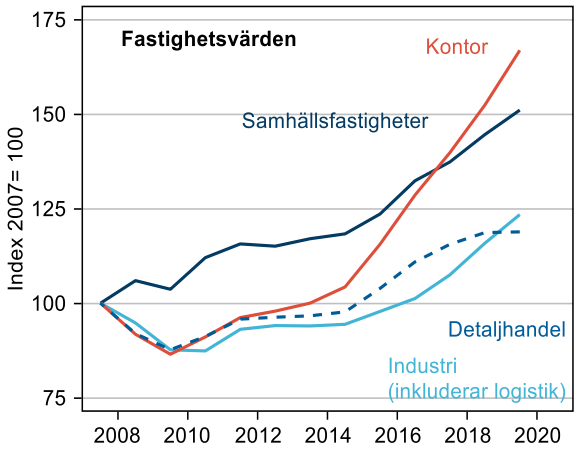
[19] Svefa (2019). Svensk Fastighetsmarknad Fokus 24 orter

[20] KTH (2020), *”Kommunernas dilemma kring avyttringar av samhällsfastigheter”*

decennierna som en följd av att åldersgruppen 80+ växer kraftigt.

Riskerna förknippande med investeringar i samhällsfastigheter är framför allt att man ofta är helt beroende av en hyresgäst samt att läget och utformningen av lokalerna kan göra det svårt att hyra ut fastigheten till andra ändamål. Dessa risker kan vara speciellt påtagliga på mindre orter. Samhällsfastigheter tenderar därför att ha ett högre avkastningskrav utanför storstadsområdena. Vidare finns det alltid en politisk risk, som regelförändringar och negativ publicitet kopplade till bland annat vinster i välfärden, att bedriva en verksamhet som är skattefinansierad.

Samhällsfastigheter är ocykliska

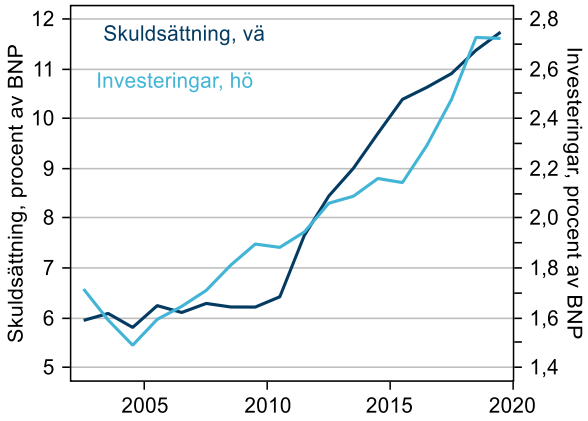


Källa: MSCI

Varför säljer kommuner samhällsfastigheter?
Utförsäljning av fastigheter har hittills varit en relativt begränsad intäktskälla för kommunsektorn som helhet (omkring 1,5 procent av de totala inkomsterna det senaste decenniet). Det finns inga exakta siffror men uppskattningar som gjorts pekar på att omkring 15 procent av samhällsfastigheterna ägs av privata fastighetsbolag. För de allra flesta kommunerna har utförsäljningarna varit mycket begränsade. Undantaget är en del storstadskommuner, som har haft en mer omfattande utförsäljning av fastigheter. Till exempel har Nacka sålt ca 50 procent av sitt bestånd av samhällsfastigheter.

Kommunerna säljer fastigheter framför allt för att frigöra kapital för investeringar i infrastruktur och fastigheter. En investeringsvåg har svept över kommunerna de senaste åren. Det har byggts nya sjukhus, skolor och äldreboenden samtidigt som gamla lokaler har renoverats. Förra året uppgick kommunernas (inkl. kommunala bolags) investeringar till 190 miljarder kronor. Det är den högsta investeringsnivån, som andel av BNP, sedan kommunsektorn byggdes ut i början av 1970-talet och en dubbelt så hög nivå som under början av 2000-talet.

Kommunernas skuldsättning och investeringar har fördubblats på 10 år



Källor: Macrobond och Konjunkturinstitutet.

Kommunerna finansierar investeringarna framför allt genom att låna pengar, men även utförsäljning av mark, bostäder och samhällsfastigheter har under de senaste åren finansierat investeringar. Under det senaste decenniet har, enligt Kommuninvest, ca 10 procent av kommunernas investeringar finansierats via försäljning av bostäder och andra fastigheter. Utförsäljning bidrar således till att dämpa skulduppbyggnaden och stärka soliditeten.

Argument för och emot försäljning

- Effektivare fastighetsförvaltning
- Frigöra kapital för andra investeringar/utgifter
- Fokusera på kärnverksamheten
- Dämpa skulduppbyggnaden

- Dyrare att hyra än att äga
- Mindre flexibelt

Andra argument för att sälja fastigheter är att privata aktörer kan vara effektivare fastighetsförvaltare samt att det eliminerar den risk som associeras med att äga en fastighet. Vidare säljer kommunerna samhällsfastigheter för att de inte längre använder lokalerna (exempelvis om verksamheten går över i privat regi).

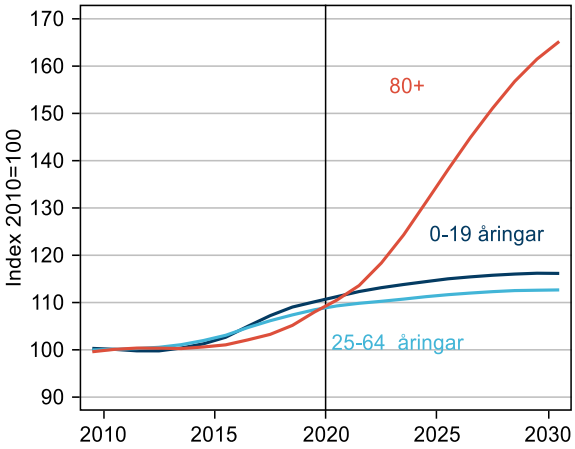
Skälen mot försäljning är främst att det ofta är billigare att äga än att hyra. Kommunerna kan via Kommuninvest låna billigare än privata fastighetsbolag. Även om kommunernas skuldsättning har ökat är den fortfarande relativt låg i relation till deras totala inkomster. De ekonomiska och finansiella riskerna med att lånefinansiera renoveringar och nyproduktion är därför begränsade för det flesta regioner och kommuner. Det kan även vara mindre flexibelt att hyra, eftersom man då sitter inlåst i ett hyreskontrakt på 10-20 år. Vidare kan kommunen hamna i en dålig förhandlingsposition och riskera högre hyror om en eller ett fåtal privata aktörer äger majoriteten av samhällsfastigheterna i en kommun.

Kommunerna går med överskott i år…
Paradoxalt nog har kommunernas ekonomi hittills förbättrats av pandemin. Kommunerna har fått omfattande tillfälliga pandemirelaterade tillskott samtidigt som nedgången i skatteintäkterna har varit begränsad. Det ser ut som att kommunerna i år går med ett överskott för första gången på 10 år.

… men på sikt är det fortsatt problematiskt
Kommunerna pressas allt hårdare av den demografiska utvecklingen, med en ökad andel barn och äldre. Om staten inte skjuter till mer pengar under de kommande åren behöver kommunalskatten höjas för att upprätthålla välfärden. Fler barn och äldre gör att de löpande kostnaderna för personal och lokaler ökar snabbt. Om investeringarna i nya lokaler ska finansieras via lån eller att kommunerna hyr från privata aktörer är mer sekundärt för den långsiktiga kostnadsutvecklingen. Men mycket talar för att det privata inslaget fortsätter att öka, bland annat för att en del kommuner vill dämpa skulduppbygganden.

Behovet av samhällsfastigheter skjuter i höjden
De senaste åren har framför allt andelen yngre ökat snabbt, men blickar vi framåt är det andelen äldre som skjuter i höjden. Om tio år kommer andelen som är äldre än 80 år, som ofta har behov av äldreomsorg och sjukvård, ha stigit med runt 50 procent och drygt 800 000 personer är då äldre än 80 år.

Demografisk utveckling - Allt fler äldre



Källor: Macrobond och SCB.

Den demografiska utvecklingen medför att det behövs nya äldreboenden, skolor och sjukhus om dagens nivå i välfärden ska upprätthållas. Enligt Sveriges Kommuner och Regioner (SKR) behövs över 1000 nya förskolor och skolor de närmaste åren. Och enligt Finansdepartementet behövs det 560 nya äldreboenden redan om fem år för att klara av att ta hand om allt fler äldre.

Samtidigt finns det ett omfattande behov av att renovera äldre samhällsfastigheter som byggdes under 1960- och 1970-talen. Mycket talar för att det blir en grön renoveringsvåg för att öka energieffektiviteten (se *En 'grön' renoveringsvåg sköljer över Europa*).

Den privata marknaden kommer ta en del av det enorma investeringsbehovet som uppkommer. Sannolikt kommer även privata aktörer successivt få en större marknadsandel av både nyproduktionen och det befintliga beståndet av samhällsfastigheter. Men det mesta talar för att offentlig sektor även framöver kommer att äga majoriteten av samhällsfastigheterna.

Hållbarhet

En ’grön’ renoveringsvåg sköljer över Europa

Med höjda klimatambitioner och ökning av allokerade resurser till klimatåtgärder, verkar det som att EU nu mer än bara lutar mot en mer klimatsmart ’grön’ återhämtning. Som en del av detta satsar man på ett av flaggskeppsinitiativen i Europas ’Gröna giv’ – en renoveringsvåg av befintliga fastigheter för att öka energieffektiviteten. På så vis vill EU både minska klimatpåverkan och samtidigt skapa jobb. I en svensk kontext har man redan gjort en liknande satsning 2016-2019, som inte var särskilt lyckad då bara en bråkdel av stödet kom till användning. Huruvida utfallet blir mer lyckat denna gång återstår att se, men vi ser flera parametrar som talar för bättre förutsättningar för en grön renoveringsvåg denna gång.

Höjda klimatambitioner

I våras spekulerade vi i vilka effekter som COVID-19-pandemin kunde innebära för fastighetssektorn inom många olika områden, däribland hållbarhetsarbetet och sektorns ’gröna’ omställning. Även om vi fortfarande (tyvärr) inte kan säga att vi är på andra sidan denna kris, vet vi ändå lite mer idag om vad framtiden kan innebära. Vi har till exempel fått ytterligare signaler kring att klimatarbetet fortsatt är i fokus i EU:s återhämtningspaket, något som stödjer vår tes om att EU lutar åt en mer klimatsmart ’grön’ återhämtning där den ’Gröna given’ leder vägen för ekonomisk stimulans.

EU:s löften kring att göra klimatambitioner till en central del i återhämtningen har också omsatts i handling, då man bland annat har ökat andelen av sin budget som ska gå till klimatåtgärder från tidigare 20 procent till 30 procent. Varje medlemsland i EU måste vidare allokera minst 37 procent av sina s.k. ’Recovery and Resilience’ planer till klimatrelaterade åtgärder för att ta del av ’Recovery and Resilience’ faciliteten (RRF) på 672.5 miljarder euro. Även om vissa kritiker påpekat att det fortfarande inte är nog för att nå satta klimatmål, så är det ändå den mest ambitiösa klimatåtgärdsplan som godkänts hittills. Det verkar därmed, i våra ögon, som att EU mer än bara lutar mot en ’grön’ återhämtning.

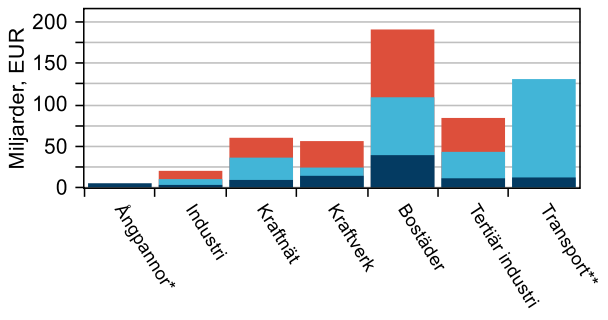
Historiskt återhämtningspaket med grönt fokus i EU

Byggnader i fokus

Vad innebär då allt detta för bygg- och fastighetssektorn? Här ser vi att det är stort fokus på att minska byggnaders klimatpåverkan genom energieffektivisering. För att uppnå EU:s nyligen föreslagna mål på minst en 55-procentig minskning av utsläpp till 2030, måste EU minska byggnaders utsläpp av växthusgaser med 60 procent, deras energianvändning med 14 procent och energianvändningen för uppvärmning och kylning med 18 procent till 2030 jämfört med 2015 (EU-kommissionen, 2020).

Som en del av återhämtningspaketet har EU lagt fram den s.k. ’renoveringsvågen’, med syftet att öka antalet renoveringar som förbättrar byggnaders energieffektivitet. Renoveringstakten för byggnader i EU är idag låg - endast 1 procent av renoveringar förbättrar byggnaders energiprestanda. Målet är att renoveringsvågen minst ska dubblera denna årliga takt, där 35 miljoner byggnader i EU ska renoveras för att bli mer energieffektiva till 2030. Enligt EU-kommissionen krävs investeringar på cirka 325 miljarder euro årligen för att nå upp till satta energi- och klimatmål för 2030.

Årliga investeringar för att nå klimatmål



Anm.: *Avser ångpannor & nya drivmedel
**Transport visar endast utökade investeringar
Källa: EU-kommmissionen 2020

Även om Europa har kommit långt när det gäller energieffektivisering vid nybyggnation, är fortfarande 75 procent av alla byggnader i EU inte energieffektiva. Det räcker därmed inte att vara energieffektiv när man bygger nytt, utan man måste även göra energieffektiviserande åtgärder i befintligt bestånd. Samtidigt anger EU-kommissionen att åtgärder inom byggnadssektorn och elproduktion beräknas kunna stå för de största och mest

kostnadseffektiva utsläppsminskningarna, genom bland annat en snabb spridning av förnybar energi och energieffektivisering. Man uppskattar även att initiativet ska leda till 160 000 'gröna' arbetstillfällen inom byggsektorn, vilket ska bidra till EU:s återhämtning efter coronakrisen.

I oktober 2020 presenterade EU sin strategi för denna renoveringsvåg. Där uppmanades medlemsstater att se renovering av byggnader för att öka energieffektiviteten som en högsta prioritet i de nationella planer som ska förberedas för att få tillgång till finansiering från 'Recovery and Resilience Facility' (RRF) i form av lån och bidrag. Strategin innehåller en mängd nya förslag, men de tre övergripande huvudprioriteringarna är:

- Åtgärder mot energifattigdom (att inte ha råd med grundläggande energitjänster) och byggnader med sämst prestanda i termer av energieffektivitet
- Renovering av offentliga byggnader som skolor, sjukhus och administrationsbyggnader (där tanken är att dessa ska leda vägen i att förbättra energieffektiviteten)
- Utfasning av fossila bränslen för uppvärmning och kylning

Några andra intressanta punkter är bland annat obligatoriska minimikrav för energieffektivitet för befintliga byggnader i samband med att direktivet om byggnaders energiprestanda och energieffektiviseringsdirektivet ses över 2021, att införa krav för miniminivåer av förnybar energi i byggnader, att undersöka utveckling av gröna kriterier för upphandling för offentliga byggnader, samt att under 2021 undersöka en eventuell expansion av utsläppsrättssystemet till att omfatta utsläpp från byggnader.

Vad kan en renoveringsvåg föra med sig?

Vi ser att EU:s renoveringsvåg kan komma att innebära långtgående krav på fastighetsägare, med stränga krav på att uppgradera befintliga byggnader. Initialt så ser vi att samhällsfastigheter kommer att vara i fokus, givet att EU-kommissionen lyfter att renoveringar av offentliga byggnader som ett av tre fokusområden där tanken är att dessa ska föregå som goda exempel. Särskilt fokus är på sjukhus och skolor. I Sverige ägs idag majoriteten av samhällsfastigheterna av kommuner och regioner, samt statliga bolag (se temaartikel). Men det privata ägandet har gradvis ökat sedan början av 2000-talet, där skolor och äldreboenden är den största marknaden.

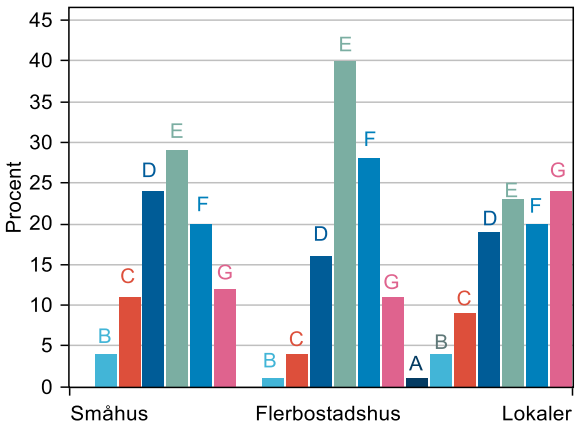
Att renovera är inte gratis, så man kan fråga sig om detta kommer innebära ökade kostnader i termer av investeringar för att fastighetsägare ska kunna svara upp till EU:s krav. Även om målet med renoveringsvågen är att öka investeringar i renoveringar, behöver det nödvändigtvis inte endast innebära ökade kostnader för fastighetsbolag. Då detta även kan leda till en utveckling där det kan bli en ökad tillgång till fördelaktig finansiering och bidrag som stöd för att genomföra dessa. Hur exakt detta tar form vet vi dock inte innan EU:s medlemsstater presenterar sina nationella planer som ska vara klara senast i april 2021.

Energieffektiva renoveringar inget nytt

Det har redan börjat dyka upp exempel på vad renoveringsvågen innebär på nationell nivå. I den svenska budgetpropositionen som lades fram i september föreslås till exempel ett riktat stöd till fastighetsägare för renoverings- och energieffektiviseringsåtgärder av flerbostadshus på 900 miljoner kronor för 2021, 2,4 miljarder 2022 och 1 miljard 2023. Stödet är huvudsakligen till för merkostnader för energieffektiviserande åtgärder. Dock vet vi ännu inte konkret utformning av stödet, då detta ska utarbetas under hösten 2020.

Behovet att renovera befintligt bestånd finns även här i Sverige, där Boverket och Energimyndigheten i en rapport från 2019 konstaterar att en stor andel av byggnaderna har energiklass i det sämsta segmentet. Man konstaterar även att med dagens befintliga styrmedel i Sverige så ökar graden av energieffektivisering inte tillräckligt mycket för att nå uppsatta mål.

Fördelning av energiklass i Sverige



Källor: Boverket och Energimyndigheten 2019

Att försöka öka energieffektiviserande renoveringar är inget nytt i en svensk kontext – 2016 öronmärkte regeringen 800 miljoner kronor om året fram till 2019 för renoveringar och energieffektivisering av

bostäder i områden med socioekonomiska utmaningar. Denna satsning gav inte önskad effekt, där bara en bråkdel av pengarna kom till användning (totalt beviljades endast cirka 350 miljoner kronor enligt Riksrevisionen, 2019). Det största hindret mot renovering och energieffektivisering är bristande lönsamhet (Boverket & Energimyndigheten, 2019). Ett hinder som satsningen 2016-2019 inte lyckades ta bort, då stödet var allt för lågt och osäkert för att ge tillräckliga incitament. Riksrevisionen konstaterade att bristerna i stödets utformning bland annat berodde på att regeringen inte hade tagit fram tillräckliga beslutsunderlag.

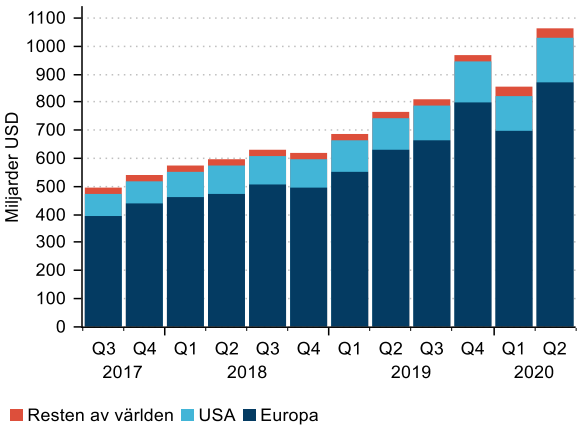
När det gäller samhällsfastigheter, som EU anser ska föregå med goda exempel i renoveringsvågen, har vi på det nationella planet i Sverige hittills inte gjort särskilt mycket för att uppmuntra till energieffektiva renoveringar. Det finns redan vissa stöd för att renovera denna typ av fastigheter, till exempel ett stöd för att bygga eller bygga om bostäder för äldre, men detta har inte haft några krav kopplat till energieffektiviseringsåtgärder (Boverket, 2019).

Ännu ett misslyckande?

Man har, som sagt, ännu inte slagit fast hur stödet ska utformas denna gång. Använder man samma modell som 2016, är risken för ännu ett misslyckande sannolikt hög. Det som vi bedömer talar för en mer framgångsrik satsning denna gång är just erfarenheterna från den tidigare satsningen, där man med Riksrevisionens utredning i ryggen är några erfarenheter rikare kring hur ett stöd bör (och inte bör) utformas. Samtidigt ser vi att det finns faktorer som kan göra att stödet inte utnyttjas till fullo, exempelvis. om det kommer med begränsningar gällande hyreshöjningar vilket kan minska det ekonomiska incitamentet.

Något som också kan tala för ökade incitament att genomföra energieffektiviserande renoveringar denna gång är ett ökat hållbarhetsfokus generellt i samhället, inte minst på finansiella marknader. Intresset för hållbara investeringar har boomat de senaste åren, Morningstar noterade till exempel. rekordnivåer för hållbara fonder under Q2 2020 med 1061.5 miljarder dollar i förvaltade tillgångar.

Hållbara fondtillgångar



Källa: Morningstar

En ytterligare morot gällande att investera i energieffektivisering för börslistade fastighetsbolag, eller bolag med marknadsfinansiering, är att förbättrad energieffektivitet (både i nytt och befintligt bestånd) kan göra att man ses som mer ’grön’ enligt EU:s nya uppslagsverk för miljömässigt hållbara ekonomiska aktiviteter - EU Taxonomin (vilket är ett ramverk vi bedömer kommer att leda till en standardisering kring vad man ser som en ’grön’ investering). Något som i sin tur kan göra bolag mer attraktiva som investering både på aktie- och kreditmarknaden då aptiten för miljömässigt hållbara investeringar fortsätter att öka.

I och med att EU riktar sitt fokus på miljöpåverkan från befintliga fastigheter ser vi det som möjligt att detta även kan färga av sig på finansiella marknader. Dels i termer av ett ökat fokus från investerare kring hållbarhetsutmaningar för just äldre fastigheter och hur man som bolag tacklar dessa, och dels i termer av ’gröna’ finansiella produkter. Redan idag erbjuds grön finansiering för energieffektiviserande renoveringar av flera nordiska banker. Vi tror att kravet för att kunna finansiera sin renovering grönt sannolikt kommer att standardiseras av EU Taxonomin, då den innehåller kriterier för vad man anser är en miljömässigt hållbar, ’grön’, renovering.

Samtidigt skulle tillväxten i ’grön’ finansiering, både till större bolag, bostadsrättsföreningar och enskilda bolån, också kunna bidra till att öka incitamenten, då energieffektiviseringar kan förbättra lånevillkoren. I ljuset av detta tror vi, även om detaljer kring utformningen av stöd ännu saknas, att utsikterna för att faktiskt få fart på en renoveringsvåg är mer positiv denna gång.

Låga räntor består, bankerna badar i likviditet

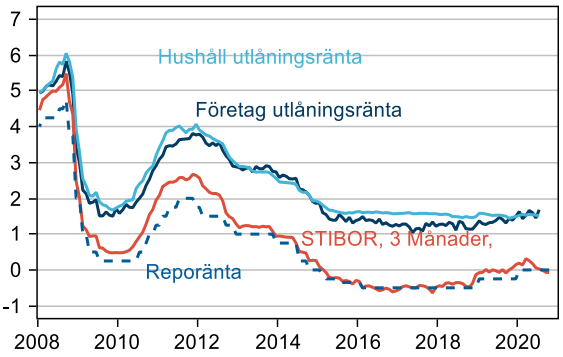
Turbulensen på räntemarknaden i kölvattnet av Covid-19-pandemin har lagt sig. De globala synkroniserade centralbanksåtgärderna har stabiliserat räntemarknaden. Om utsikterna för styrräntor var låga innan krisen, har Covid-19-pandemin förstärkt trenden ännu mer. Penningpolitiken förväntas förbli stimulativ flera år framåt vilket kommer att förankra de korta räntorna på låga nivåer en ännu längre tid. En ytterligare konsekvens av centralbanksåtgärderna är den kraftigt stigande likviditeten som även påverkar den svenska korträntemarknaden. Vi har under hösten noterat 3-månaders Stibor under nollstrecket för första gången under denna nollränteperiod.

Fortsatt låga räntor till hushåll och företag

Räntemarknaden präglas som bekant av kraftigt nedtryckta räntor. Centralbankernas krafttag ledde till en kovändning på räntemarknaden och Covid-19-pandemin har förstärkt temat med låga räntor länge.

Riksbanken påverkar svenska räntemarknaden på flera olika sätt. Styrräntan är noll vilket håller korta räntor nära nollstrecket samtidigt som tillgångsköpen fortsätter att pressa ned stats-, kommun- och bostadsobligationsräntor. Detta betyder att både hushåll och företag kan fortsätta att dra nytta av låga räntekostnader. Hushåll via den låga styrräntan som spiller över till rörliga boräntor och tillgångsköpen som håller nere de bundna boräntorna. Företagens finansieringskostnader gynnas även, förutom de allmänt låga räntenivåerna, av låga kreditspreadar.

Utlåningsräntor till hushåll och företag förblir låga

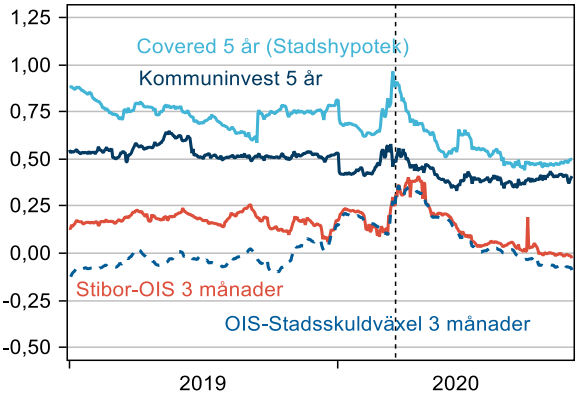


Källor: Macrobond och Riksbanken

Riksbanken dominant på obligationsmarknaden

Det som på kort- och medellång sikt styr obligationspriser (eller löptidspremien dvs spreaden över Stibor) är primärt dynamiken mellan utbud och efterfrågan på marknaden. Efterfrågan bestäms till stor del av Riksbankens köpprogram och nettoutbudet (utbudet efter Riksbankens köp) på obligationsmarknaden beror därför främst på statens finansieringsbehov. Statsbudgeten har inte försämrats lika mycket som förväntat, främst på grund av en snabbare återhämtning i ekonomin, vilket minskat behovet av att öka obligationsutbudet. Parallellt har Riksbankens lånefaciliteter erbjudit alternativa finansieringskällor, bland annat till bostadsinstituten, vilket i sin tur påverkat nettoutbudet även av bostadsobligationer. Kommunernas finansiella ställning ser också relativt positiv ut den närmaste tiden och utbudet av kommunobligationer förväntas inte öka i närtid. Däremot kommer sannolikt utbudet på 1-2 års sikt att öka då de temporära Corona bidragen till kommunerna successivt fasas ut. Nettoutbudet kommer därmed att vara relativt lågt på samtliga obligationsmarknader.

Räntespreadar- termometer för kredit- och likviditetsrisk



Källa: Macrobond

Riksbanken har satsat på kreditförsörjning

Riksbankens krispolitik har under pandemin primärt fokuserat på att garantera likviditetsförsörjningen och detta med syfte att stabilisera räntemarknadens funktionssätt. I praktiken har det betytt att de i första hand, genom enorma likviditetstillskott, säkerställt att bankerna mer eller mindre haft obegränsad tillgång till likviditet samt att kreditspreadar, som initialt var det största orosmomentet i den första fasen av pandemin, skulle komma ned. De flesta kreditpsreadar har sjunkit och, i vissa fall, fallit till nivåer som rådde före pandemin. Riksbanken har

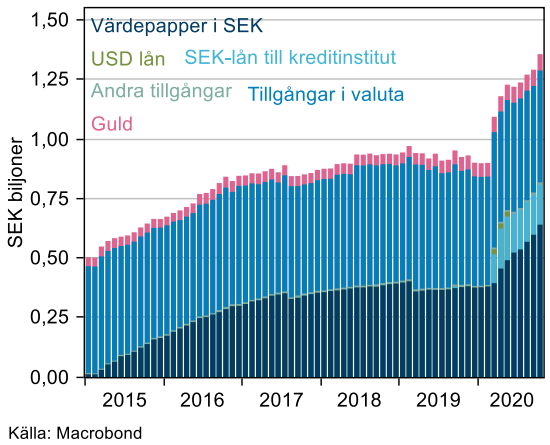
med andra ord lyckats minska kreditrisken avsevärt på marknaden. Likviditeten bidrar sannolikt till att hålla kreditspreadarna fortsatt låga även framöver.

Likviditetstillskotten har inneburit att Riksbankens tillgångssida i balansräkningen har ökat med cirka 400 mdr kronor. Cirka 40 procent av ökningen utgörs av utökade lån till bankerna[21] och resten är nya tillgångsköp. Köpprogrammet som, i sin nuvarande form, primärt inriktar sig på köp av bostadsobligationer har fått ett kraftig genomslag i bospreadarna. Hittills har två tredjedelar av Riksbankens utökade tillgångsköp bestått av bostadsobligationer. Som en följd har ränteskillnaden mellan en 5-årig bostadsobligation och en 5-årig statsobligation halverats sedan Riksbanken började med sina stödköp.

Riksbankens styrsystem – hur fungerar det?
Riksbanken styr dagslåneräntan genom att ta in överskottslikviditeten från banksystemet i sina olika inlåningsfaciliteter. I sin räntestyrning använder Riksbanken i dag två olika instrument för att ta in likviditeten från marknaden och påverka korta räntan; sk stående faciliteter (den likviditet som hamnar över natten hos Riksbanken) och marknadsoperationer (veckovisa emissioner av Riksbankscertifikat). Bankernas överskottslikviditet som finns i systemet hamnar automatiskt i stående faciliteter, vilket i praktiken är deras overnighkonto på Riksbanken, om likviditeten inte är placerad i Riksbankscertifikat. Med andra ord kan bankerna i dagsläget placera över natten hos Riksbanken på inlåningsränta på -0,1 procent (reporänta med ett avdrag på 10 punkter) eller köpa Riksbankscertifikat på veckobasis på reporänta (0 procent). Den korta marknadsräntan vill Riksbanken i teorin styra nära reporäntan som är mittpunkten i den sk. räntekorridoren (dvs mellan in- och utlåningsräntan på -0,1 och 0,1 procent) och med andra ord samma ränta som Riskbankscertifikat ges ut på.

Vi tror att Riksbanken kommer att fortsätta fokusera på köp av bostadsobligationer även framöver. Bostadsobligationsmarknaden är mer än tre gånger så stor, sett till utestående volym, än statsobligationsmarknaden. Den svenska bostadsobligationsmarknaden är i dag även globalt sett den femte största marknaden.[22] Detta gör bostadsobligationsmarknaden mer eller mindre till det bästa (eller till och med det enda) alternativet för Riksbanken att utöka köpen på. Dessutom har Riksbanken än så länge inte signalerat någon oro för överhettning på bostadsmarknaden.

Riksbankens balansräkning - alla tillgångar



Källa: Macrobond

Överskottslikviditet i banksystemet
Likviditetsstödet som Riksbanken tillfört marknaden har lett till att banksystemet i dag har ett växande överskott av likviditet. Med överskottslikviditet menas all likviditet i banksystemet som överstiger bankernas behov. Med överskottslikviditet vill Riksbanken säkerställa att kreditrisken inte stiger och turbulensen från i våras inte upprepas. Samtidigt har kreditvillkoren stramats åt varför bankerna inte ökat utlåningen till företag i den önskade utsträckning som Riksbanken räknade med[23].

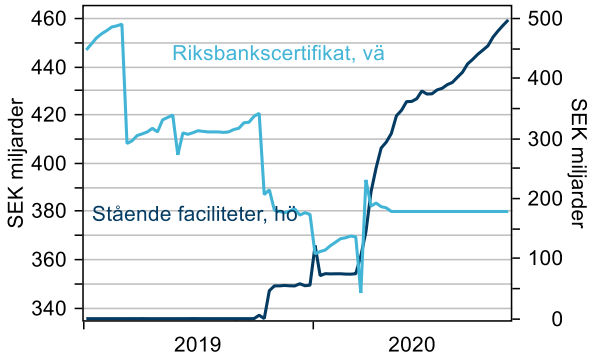
Överskottslikviditet är en viktig del i Riksbankens räntestyrning. En enskild bank kan minska sin överskottslikviditet genom utlåning, köp av tillgångar, överföringar till/ från en annan bank men i slutändan kommer likviditeten ändå att placeras, via den andra banken, hos Riksbanken. Alla affärsbanker har nämligen ett konto hos Riksbanken. Överskottslikviditet förväntas fortsätta att växa så länge Riksbanken fullföljer sin ram för tillgångsköpen och kreditfaciliteterna.

[21] SEK-lån till kreditinstitut för vidare utlåning till icke-finansiella företag
[22] Under 2019 var den totala utestående volymen knappa 2500 mdkr och Sverige var den femte största marknaden efter Danmark, Tyskland, Frankrike och Spanien enligt S&P Global Ratings, Swedish Covered Bond Market Insights 2020. Detta kan jämföras med den utestående volymen på svenska statsobligationsmarknaden på cirka 700 mdr kronor.
[23] Almi, Låneindikatorn, September 2020

Överskottslikviditeten pressar ned Stibor

Överskottslikviditet och därmed en ökad inlåning på Riksbanken har en avsevärt påverkan på interbankräntor. I normala fall skulle bankerna ha incitament att placera hos varandra till en bättre ränta än på Riksbanken på grund av skillnaden mellan in- och utlåningsräntan hos Riksbanken. I dag finns det dock marginellt behov hos bankerna av att låna in overnightlikviditet varför den stora bulken av likviditet i slutändan hamnar hos Riksbanken.

Banksystemet badar i likviditet

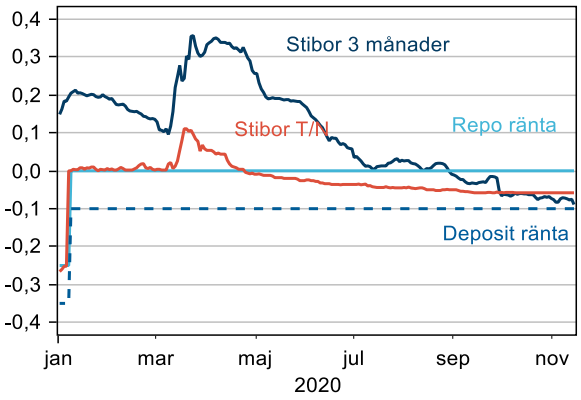


Källa: Macrobond

På grund av att inlåningen hos Riksbanken har ökat kraftigt (i stående faciliteter) blir det nu i praktiken Riksbankens inlåningsränta, istället för styrränta, som påverkar overnighträntan. Riksbanken har historiskt anpassat utbudet av Riksbankscertifikat, som emitteras på reporänta, med överskotslikviditeten i banksystemet. Eftersom Riksbanken, medvetet under pandemin, inte har ökat utbudet av de veckovisa emissioner i Riksbankscertificat är det ett allt större belopp av likviditeten som hamnar automatiskt på inlåningsräntan på -0,1 procent istället för på reporäntan.

Därför har korta marknadsräntor på andra, även på längre, löptider såsom 3-månaders Stibor, börjat sjunka tydligt och närma sig Riksbankens depositränta på - 0,1 procent. 3-månaders Stibor sjönk för första gången i år under nollstrecket i september. Den låga overnighträntan spiller med andra ord även över på de längre löptiderna.

Stibor t/n har sjunkit under reporäntan och dragit med sig även 3m Stibor



Källa: Macrobond

För att korta marknadsräntor åter skall följa styrräntan kan Riksbanken i sina penningpolitiska operationer utöka utbudet av Riksbankscertifikat. Detta skulle minska överskottet på stående faciliteterna och underlätta för Stibor att åter närma sig reporäntan.

Det globala risksentimentet påverkar svenska interbankräntor

Den svenska räntemarknaden är starkt kopplat även till risksentimentet på den internationella räntemarknaden och i sin tur dollarlikviditeten. En stor del av bankernas korta finansiering har historiskt sett skett i dollar.[24] Att finansiera sig i dollar och valutasäkra genom valutaswappar tillbaka till svenska kronor har blivit betydligt mycket billigare för svenska banker i dag i och med att dollarlikviditeten förbättrats. Detta är främst tack vare Feds swaplinor som var en extra kreditfacilitet till centralbankerna under krisen. Riksbankens lån till bankerna under krisen har emellertid minskat beroendet av dollarfinansiering. Eftersom den implicita SEK-räntan, via USDSEK-swappen, tydligt sjunkit har Stibor dock fått en extra skjuts nedåt även via den implicita räntan. Mitt i stormens öga var finansieringskostnader, via en valutasäkrad USD-lån, nämligen dubbelt så hög.

[24] Riksbank, 2011, Bankernas likviditetsrisk i utländsk valuta

3-månader: Stibor och via USD-swappen



Källa: Macrobond

De negativa korta marknadsräntorna påverkar även fastighetsbolagens finansiering. Bankerna använder sig av 3-månaders Stibor som bas vid prissättningen vid utlåning till fastighetsbolagen. Om bankerna behåller räntegolvet på noll kan låntagarna inte dra en så stor fördel av de negativa marknadsräntorna vid banklåning. Den negativa Stibor-räntan spiller dock alltid över vid prissättningen av företagsobligationer. Detta kan man ändå säga har gett en fördel för fastighetsbolagen att finansiera sig på marknaden.

Om eller när lämnar vi Stibor?

Till följd av finanskrisen 2008, och manipulationer av den brittiska referensräntan under 2012, har ett internationellt reformarbete införts med syfte att ersätta de nuvarande globala referensräntorna med transaktionsbaserade alternativ. Det vill säga referensräntor som baseras på faktiska transaktioner och inte på subjektiva bedömningar. USD Libor kommer exempelvis att uphöra redan 2021. Det ställer krav på omförhandling av avtal och upprättande av s.k. ”fall-back-klausurer” i transaktioner, med USD Libor som bas.

För Sveriges del är Riksbanken ansvarig för att ta fram ett förslag på ett alternativ till Stibor. Detta på uppdrag av Bankföreningen, och med stöd av en arbetsgrupp. Under hösten har Riksbanken tagit fram en metodik som baseras på transaktionsdata. Samtidigt har dock den svenska bankföreningen meddelat att det inte i dagsläget finns någon plan att Stibor skall upphöra i linje med USD Libor samt att Stibor skall kvalitetssäkras av Finansinspektionen under 2021 enligt de nya internationella kraven. Det återstår med andra ord att se hur Riksbankens nya beräkningsförslag emottas av bankerna och huruvida det kommer att tas i bruk. Det nya förslaget från Riksbanken skiljer sig något från ett tidigare förslag som arbetsgruppen tagit fram.

Marknadsfinansiering för kommersiella fastighetsbolag

Återhämtning och förnyad växtvärk

Fastighetsbolagens kreditspreadar ökade kraftigt under våren när den svenska företagsobligationsmarknaden gick ner för räkning. Efter en period med stark återhämtning under sommaren, i samband med att Riksbanken annonserade sina köp av företagsobligationer, så har fastighetsbolagen återigen blivit dominerande i svensk kreditmarknad. Även om kreditspreadar generellt har minskat rejält sen toppen i våras så fortsätter skillnaden mellan fastighetsbolag och andra bolag att vara stor, både i euro och i svenska kronor. En trend som funnits ett par år men som nu blivit ännu tydligare är trenden mot offentliga kreditbetyg, inte minst bland fastighetsbolag. Kreditbetyg från olika ratinginstitut prissätts dock olika på marknaden. Slutligen konstaterar vi att andelen gröna obligationer nu är tillbaka på tidigare toppnivåer.

Ett hack i kurvan

Fastighetssektorn drabbades extra hårt på företagsobligationsmarknaden när den svenska kreditmarknaden frös i mars 2020.[25] Den riktiga återhämtningen kom under sommaren när det både var stora inflöden i företagsobligationsfonder och mycket fokus på Riksbankens program för att köpa företagsobligationer.

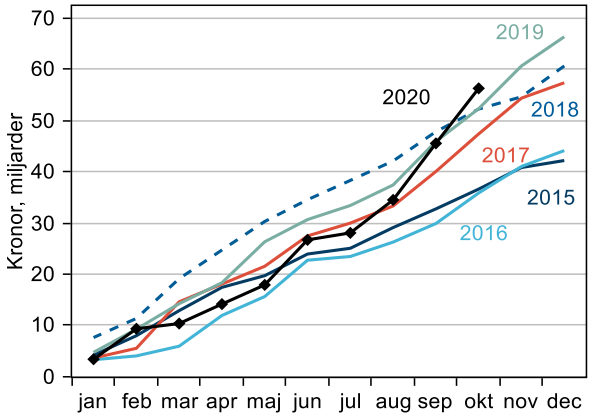
Vi var länge tveksamma till om Riksbanken skulle köpa företagsobligationer, inte minst på grund av flera praktiska utmaningar med att utforma ett sådant program. Men Riksbanken annonserade programmet i juli och det inleddes sedan i september. Även om köpen är småskaliga, närmast av ”prova på” karaktär, så anser vi att de haft stor påverkan på hur marknadsaktörerna ser på prisrisken med att investera i företagsobligationer. I marknadens ögon är Riksbankens närvaro en försäkring mot alltför stora uppgångar i kreditspreadar eftersom Riksbanken i ett sådant scenario förväntas skala upp sina köp. Från låntagarnas sida har programmet lett till en större vilja att skaffa sig offentliga kreditbetyg eftersom detta är en förutsättning för köp från Riksbankens sida.

Gummibandet sträcks ut igen

Men även om det händer mycket på den svenska företagsobligationsmarknaden så följer kreditspreadar i svenska kronor ändå till stor del euromarknaden. Man kan se svenska kreditspreadar som länkade till euro, om än via ett gummiband som ibland dras isär, vilket hänt nu.

Fastighetsbolagen hade en stark period på den svenska företagsobligationsmarknaden under sommaren. Under det tredje kvartalet 2020 lånade svenska fastighetsbolag 20 mdr kronor via företagsobligationer. Men samtidigt stannade

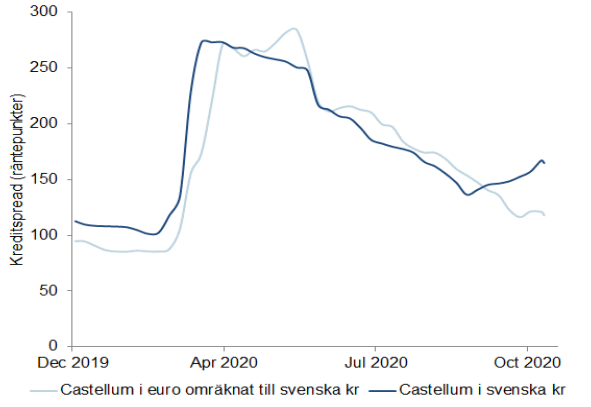
Utgivna obligationer av svenska fastighetsbolag*



Anm.:*Svenska låntagare i svenska kronor
Källor: Bloomberg och Handelsbanken

inflödena till företagsobligationsfonderna av under augusti och september. Då, efter några månader med börsuppgång, verkade spararna tro på fortsatt uppgång och det mesta sparandet gick därmed in i aktiefonder.

Castellum, kreditspread i svenska kr jmf. med euro* för 5 års löptid

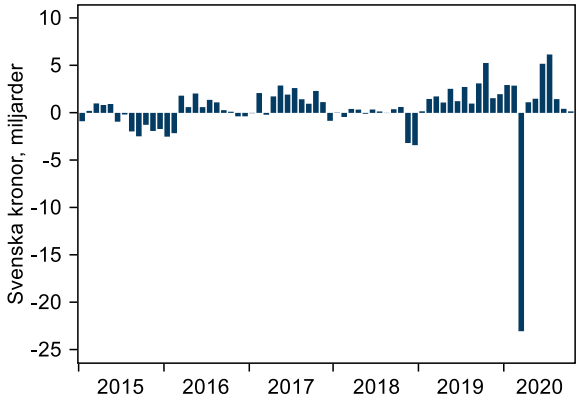


Källa: Bloomberg *Euro omräknat till svenska kronor via valutaswappar

[25] Läs mer i Fastighetsrapporten, maj 2020.

I grafen ovan illustrerar vi utvecklingen med kreditspreadar för Castellum, som är en av de största svenska låntagarna i sektorn, och som också har obligationer utestående i euro. Den svenska marknaden har varit betydligt njuggare mot fastighetsbolag än euromarknaden de senaste 2 månaderna. Orsaken till den utvecklingen tror vi ligger i balansen mellan utbud och efterfrågan. Det vill säga en kombination av stora emissionsvolymer under augusti och september tillsammans med att inflödet till företagsobligationsfonderna stannat av har lett till en obalans i marknaden.

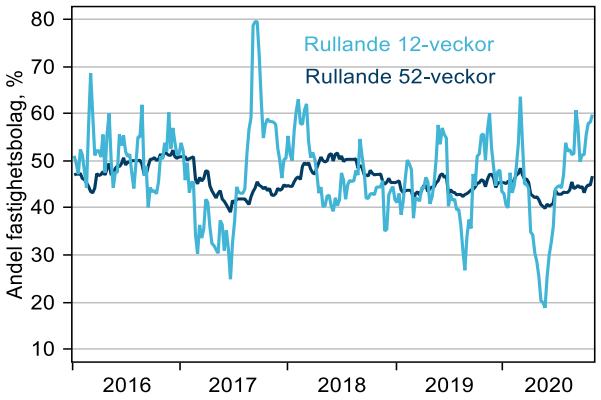
Nettosparande i företagsobligationsfonder



Källa: Fondbolagens förening

Blickar vi framåt så bedömer vi att marknaden sannolikt återvinner balansen under kommande månader genom att emissionsvolymerna på den svenska marknaden blir låga en tid. Redan nu ser vi tecken på stabilisering och försiktig återhämtning för kreditspreadar i sektorn. Grafen nedan visar andelen fastighetsbolag jämfört med den svenska företagsobligationsmarknaden som helhet. Från rekordlåg andel fastighetsbolag under våren vände andelen snabbt upp till toppnivåer.

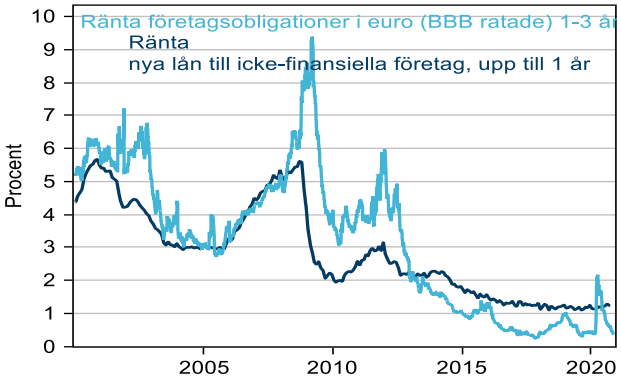
Andel fastighetsbolag på den svenska företagsobligationsmarknaden (emissionsvolym)



Källor: Bloomberg och Handelsbanken

För att få en känsla för varför intresset från bolagens sida att finansiera sig på kapitalmarknaden växlat så kraftigt på ett halvår så räcker det att titta i grafen nedan. Den är visserligen grovt förenklad och visar dessutom euronivåer. Men den fångar 1) dynamiken i att kostnaden för bankfinansiering är mer stabil än obligationsmarknaden, 2) att obligationsfinansiering snabbt har blivit mer fördelaktig, igen.

Ränta på företagsobligationer och lån (euro)

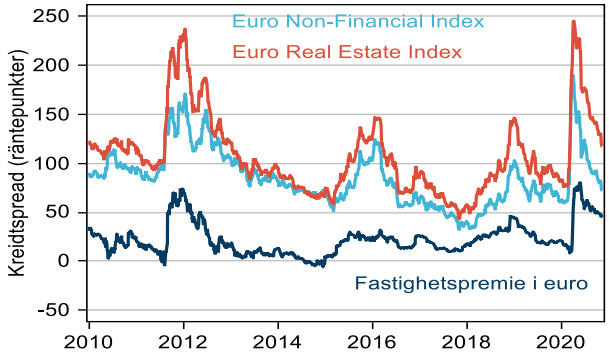


Källor: ICE BofAML, ECB

Fastighetspremien kvar på höga nivåer

I företagsobligationsmarknaden handlar fastighetsbolag normalt till en högre kreditspread än andra bolag med motsvarande kreditbetyg. Även om kreditspreadar generellt har minskat rejält sen toppen i våras så fortsätter skillnaden mellan fastighetsbolag och andra bolag att vara stor, både i euro och i svenska kronor.

Kreditspreadar i euro för fastighetsbolag och icke-finansiella bolag



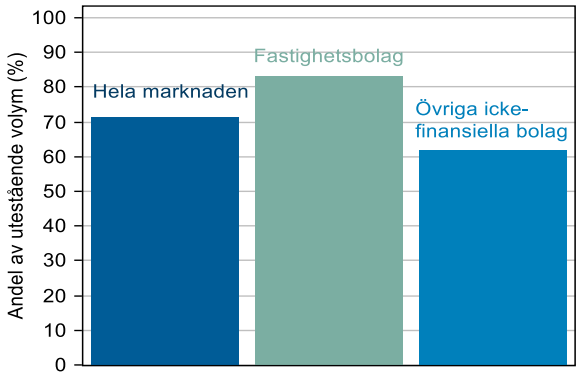
Källa: ICE BofAML

Offentliga kreditbetyg vinner mark

Ett perspektiv på den stora andelen fastighetsbolag på den svenska företagsobligationsmarknaden är att det är konkurrens om finansieringen mellan bolagen. Ett sätt att konkurrera är med offentligt kreditbetyg. När vi räknar hur stor del av marknaden som har offentligt kreditbetyg så når vi ca 71 procent för hela den svenska företagsobligationsmarknaden. Då tittar vi på utestående volym och tar med bolag som har offentligt kreditbetyg även om inte själva obligationerna har något kreditbetyg (ett vanligt sätt att räkna på i Sverige).

Tittar vi enbart på fastighetsbolagen så ökar andelen till 83 procent. Men om vi istället exkluderar fastighetsbolagen så sjunker andelen till 62 procent. Här ska nämnas att andelen fastighetsobligationer i vår data är 45 procent. Det högre andelen företag med offentligt kreditbetyg bland fastighetsbolagen tänker vi oss beror på att det är hårdare konkurrens om finansieringen än för andra låntagare. Kreditinvesterare som är villiga att investera i fastighetsbolag har helt enkelt många att välja mellan.

Offentliga kreditbetyg i svenska marknaden*

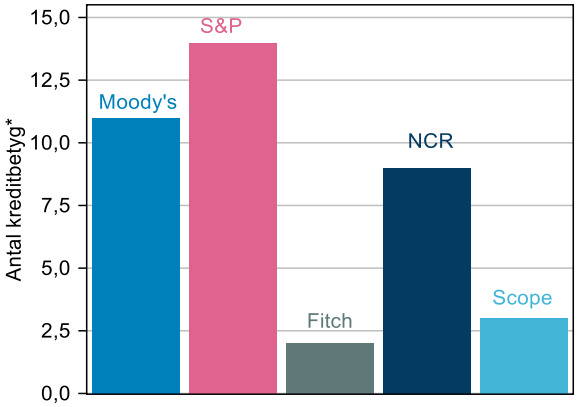


Anm.: *Svenska bolag i svenska kronor
Källa: Handelsbanken

Fler bolag med offentliga kreditbetyg

Per den 1 oktober 2020 fanns det 35 svenska fastighetsbolag med offentligt kreditbetyg. Då räknar vi förutom de tre stora (Moody's, S&P och Fitch) med även de mindre ratinginstituten Nordic Credit Rating (NCR) och Scope. Inte mindre än 8 av dessa kreditbetyg har tillkommit under 2020. Ett bolag har försvunnit från listan, MKB Fastigheter, som numera finansieras via Malmö Stad. I grafen nedan summerar vi antalet offentliga kreditbetyg per ratinginstitut. Staplarna summerar till mer än 35 eftersom 4 bolag har dubbla kreditbetyg.

Offentliga kreditbetyg, svenska fastighetsbolag



Anm.: *Antal ratingar per institut, för svenska fastighetsbolag
Källa: Handelsbanken

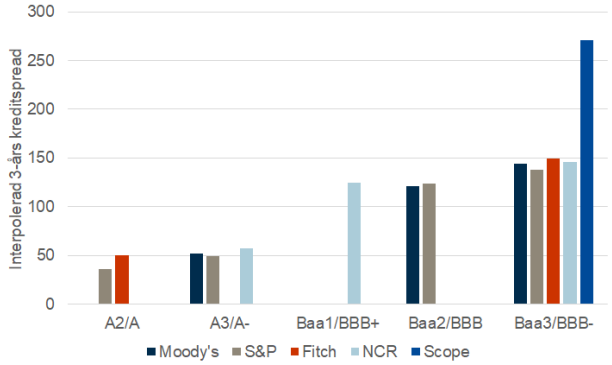
Alla kreditbetyg är jämlika men några är mer jämlika än andra

En fråga vi ofta får är om kreditbetyg från olika institut är lika mycket värda? Svaret är ja i den meningen att alla nämnda ratingbolag är godkända av ESMA. Svaret är även ja ur det perspektivet att de räknas lika i Riksbankens program för köp av företagscertifikat och företagsobligationer.

Nej är däremot svaret om man tittar på marknadens prissättning. I grafen nedan jämför vi genomsnittliga kreditspreadar för bolag med kreditbetyg från de olika ratinginstitutet inom just fastighetssektorn.

Notera att vi återigen gör förenklingen att titta på bolagets rating. Vi ska också säga att det finns många faktorer vid sidan om kreditbetyg som gör att bolag med samma kreditbetyg prissätts olika i marknaden. Eftersom det bara är en eller ett fåtal låntagare bakom varje observation så är resultatet känsligt för exakt vilket namn det är.

Kreditbetyg och interpolerad 3-års kreditspread (fastighetsbolag)



Källor: Bloomberg, Handelsbanken

Några observationer:

1) Kreditbetyg från Moody's och S&P prissätts ungefär lika i marknaden. Typiskt lägst kreditspread inom respektive kreditbetyg jämfört med andra ratinginstitut.

2) Fitch prissätts till något högre kreditspread än Moody's och S&P, men detta är baserat på bara två observationer (Hemsö och SBB).

3) Något spretig bild för NCR. Inom A3/A- och Baa3/BBB- ligger prissättningen ungefär i linje med Fitch, dvs kreditspreadarna ligger något över Moody's och S&P. Inom BBB+ prissätts NCR däremot till relativt sett högre kreditspreadar. Här motsvarar kreditspreaden ungefär det lägre kreditbetyget Baa2/BBB från Moody's och S&P.

4) Scope har bara tre kreditbetyg, alla inom BBB- och snittet för dessa är klart högre än för de andra ratinginstituten.

Vad händer egentligen med bankernas kapitalkrav?

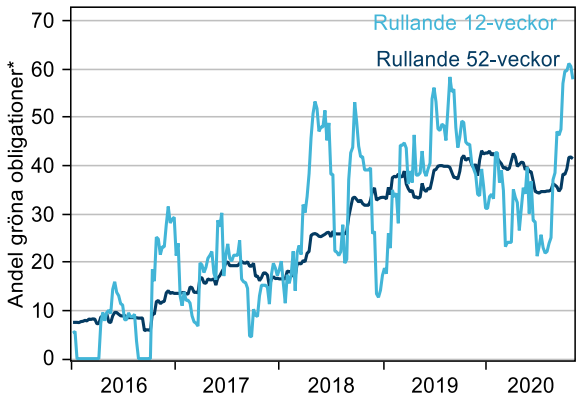
Det känns som länge sen, men för ett år sedan var Finansinspektionens höjda kapitalkrav för utlåning till kommersiella fastigheter ett av de största samtalsämnena gällande fastighetssektorn. Sedan kom Corona och redan i mars sänktes den kontracykliska bufferten med 2,5% till 0% vilket påverkar kapitalkostnaden för banker för all utlåning. Nettot av dessa två åtgärder blir lägre kapitalkrav för utlåning till fastighetsbolag.

Men kapitalkrav för banker är rörlig materia och i september 2020 kom Finansinspektion med en promemoria om nya kapitalkrav för bankerna som är anpassat till EUs så kallade 'bankpaket'. Vår tolkning är att påverkan på storbankerna blir ganska liten men att flera av de relativt mindre bankerna får höjda kapitalkrav. Vi bedömer att aktörer som får höjda kapitalkrav inte står för någon stor andel av utlåningen till kommersiella fastigheter utan att den eventuella effekten blir på marginalen. I promemorian kommer utlåning till kommersiella fastigheter fortfarande att få högre kapitalkrav relativt andra sektorer men totala kapitalkravet för storbankerna är som sagt i princip oförändrat, d.v.s. kapitalkravet på övrig utlåning har sänkts något.

Grön finansiering tillbaka på tidigare toppnivå

Just fastighetssektorn är sedan tidigare dominerande inom gröna obligationer från företag i Sverige och Norden. I början av 2020 såg vi en viss avmattning i aktiviteten och andelen gröna obligationer sjönk faktiskt för fastighetsbolagen. Något som vi tolkade som ett hack i kurvan snarare än ett trendbrott. Och under sommaren vände utvecklingen och nu är andelen gröna obligationer tillbaka på tidigare toppnivåer.

Andel gröna obligationer i fastighetssektorn, Sverige (emitterad volym)



Anm.: *Avser fastighetssektorn
Källor: Handelsbanken och Bloomberg

Framtida utveckling för grön finansiering tror vi är starkt kopplat till vilka krav som slutligen sätts i EU Taxonomin – EU:s nya uppslagsverk för miljömässigt hållbara aktiviteter. En stor del av emittenterna skulle sannolikt kunna leva upp till Taxonomins krav för nybyggnation, knäckfrågan är istället vilka krav som kommer att ställas på befintliga fastigheter. I förslaget från mars i år, var kravet att byggnaden skulle vara bland de topp 15 procent mest energieffektiva byggnaderna i det lokala beståndet. Något som skulle kunna bidra till att öka tillväxten inom grön finansiering. Skulle man istället välja att skärpa kraven, till exempel kräva energiklass A, skulle det snarare kunna bromsa tillväxten, i alla fall tillfälligt. Detta då mindre än 2 procent av fastighetsbeståndet i Sverige har energiklass A idag. En sådan utveckling skulle i sin tur kunna öka fokus på så kallad hållbarhetslänkad finansiering, där man kopplar villkoren till emittentens förmåga att uppfylla förutbestämda hållbarhetsmål. Något som kommit allt mer i fokus även för fastighetsbolag redan idag.

Appendix – Fastighetsmarknadsenkäten

I Handelsbankens fastighetsmarknadsenkät ber vi företagsrådgivare med fastighetsbolagsansvar att ta tempen på sin lokala marknad för kommersiella fastigheter. Här redovisar vi en sammanfattning av svaren andra halvåret 2020 och enkätens utformning.

Allmänt om enkät och svarsfrekvens

Enkäten skickades ut till 28 företagsrådgivare i Handelsbanken, spridda över hela Sverige från Kiruna i norr till Malmö i söder. Antalet svarande var 23 stycken. Genom att respondenterna är spridda över landet kan de sammanställda svaren ge signaler om marknadsläget i Sverige som helhet. Undersökningsperioden var 21 oktober till och med 2 november.

Frågorna

Enkäten består av sex frågor som syftar till att fånga rådgivarnas egen bedömning av läget på marknaden för kommersiella fastigheter. Vi efterfrågar bedömningar om läget på orten eller i regionen där rådgivarens kontor verkar, även om man inte sällan har kunder med verksamhet i fler geografier. Fem av enkätens sex frågor är utformade med tre svarsalternativ: ökat, minskat eller oförändrat. Dessa fem frågor avser läget innevarande halvår jämfört med läget motsvarande halvår föregående år. Frågorna är:

- Transaktionsvolymen har…
- Avkastningskravet har…
- Vakansgraden i lokaler har...
- Hållbarhetsmotiverade investeringar och/eller renoveringar har…
- Efterfrågan på fastighetsfinansiering generellt (oavsett finansieringskälla) har…

Fråga sex avser ett längre tidsperspektiv och gäller huruvida följande trender har väsentligt påverkat olika marknadssegment, ja eller nej: E-handeln, hållbarhet, arbeta hemifrån.

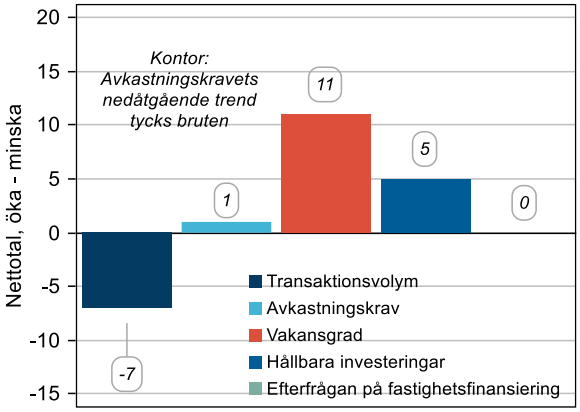
Enkäten täcker segmenten *kontor*, *detaljhandel*, *hyresrätter* och *lager och logistik, samt industri*. Fråga sex täcker även in *samhällsfastigheter*.

Redovisning av enkätresultat

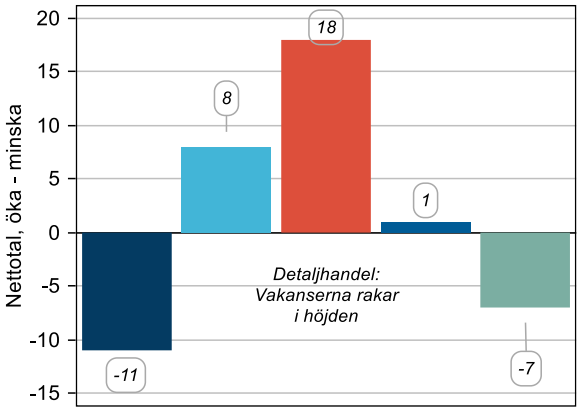
I följande grafer presenteras enkätsvaren i form av nettotal, dvs. antal ökat minus antal minskat, respektive antal ja minus antal nej.

Splittrad bild av läget för kommersiella fastigheter

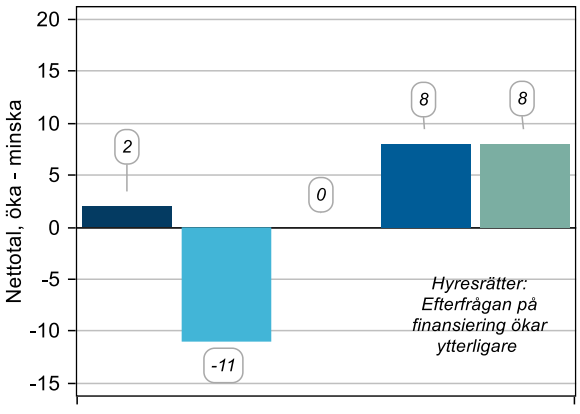
Kontorssegmentet svalnar...



...och deppigt för detaljhandelslokaler...



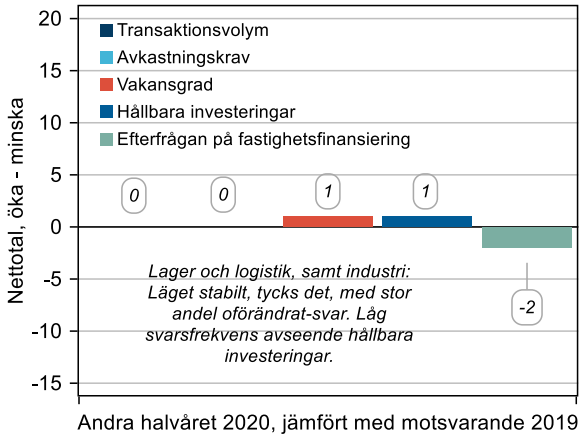
...men fortsatt hett med hyresrätter



Andra halvåret 2020 jämfört med motsvarande 2019

Källa: Handelsbanken

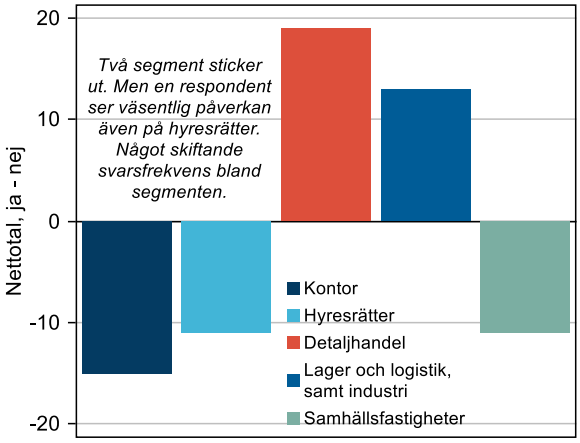
Stabilt inom lager och logistik, samt industri



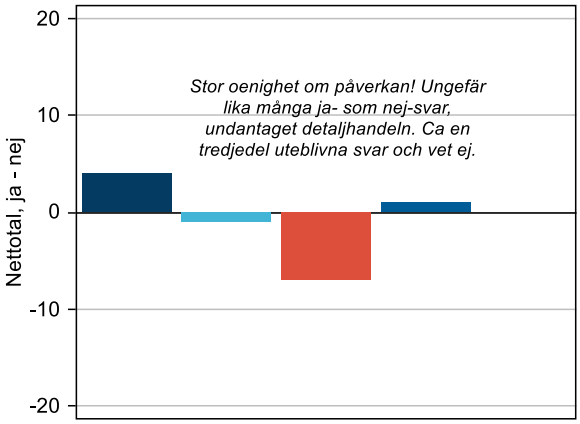
Källa: Handelsbanken

Stora trenderna: Har de fått väsentlig påverkan på kommersiella fastighetsmarknaden?

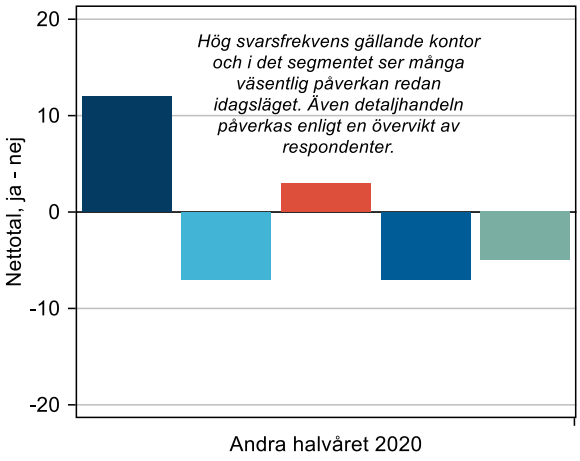
E-handeln har påverkat detaljhandel och logistik



Oenighet om genomslaget för hållbarhetstrenden



Arbeta hemifrån påverkar redan kontorssegmentet



Källa: Handelsbanken

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker
Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar
Handelsbanken Capital Markets, som är en division inom Svenska Handelsbanken AB (publ) (i fortsättningen kallad ”SHB”), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen, i Finland av finska Finansinspektionen och i Danmark av danska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iaktta, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser
SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsgarant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredjepart som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner (”informationshinder”) i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visselblåsarsystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida www.handelsbanken.se / Om banken / Hållbarhet / Policyer och riktlinjer.

Fastighetsrapporten – insikter och utsikter

Makroanalys

Christina Nyman	Chef makroanalys och Chefsekonom	+46 8 701 51 58 chny09@handelsbanken.se
Helena Bornevall	Makroekonom, Sverige / bostadsmarknad	+46 8 701 18 59 hebo12@handelsbanken.se
Johan Löf	Makroekonom, Sverige	+46 8 701 50 93 jolo22@handelsbanken.se
Anders Bergvall	Makroekonom, Sverige	+46 8 701 83 78 anbe83@handelsbanken.se
Johanna Högfeldt	Räntestrateg	+46 8 701 83 78 joho45@handelsbanken.se

Aktieanalys

Johan Edberg	Aktieanalytiker: Fastigheter/Bygg	+46 8 701 43 51 joed02@handelsbanken.se
Oscar Lindquist	Aktieanalytiker: Fastigheter/Bygg	+46 8 701 20 14 osli05@handelsbanken.se

Kreditanalys

Johan Sahlström	Chef kreditanalys	+46 8 701 11 74 josa23@handelsbanken.se
Michael Andersson	Kreditanalytiker	+46 8 701 13 99 mian11@handelsbanken.se

Hållbarhetsanalys

Josefin Johansson	Hållbarhetsanalytiker	+46 87012853 jojo23@handelsbanken.se

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm
Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Copenhagen
Havneholmen 29
DK-1561 Copenhagen V
Tel. +45 46 79 12 00
Fax. +45 46 79 15 52

Helsinki
Itämerenkatu 11-13
FI-00180 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo
Tjuvholmen allé 11
Postboks 1249 Vika
NO-0110 Oslo
Tel. +47 22 39 70 00
Fax. +47 22 39 71 60

London
Handelsbanken Plc
3 Thomas More Square
London GB-E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8000
Fax. +44 207 578 8300

New York
Handelsbanken Markets Securities, Inc.
875 Third Avenue, 4th Floor
New York, NY 10022-7218
Tel. +1 212 326 5153
Fax. +1 212 326 2730
FINRA, SIPC

handelsbanken.com/research

Handelsbanken