

FÖRDJUPNING – Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet

Den kommersiella fastighetssektorn, både i Sverige och i andra länder, har ofta spelat en betydande roll i större finanskriser. Det beror bland annat på att sektorn är stor och konjunkturkänslig och på att bolagen har en stor andel lånat kapital, vilket gör dem viktiga för det finansiella systemet. De svenska storbankerna har en betydande utlåning till kommersiella fastighetsbolag och en stor andel av utlåningen sker med kommersiella fastigheter som säkerhet. Bankerna påverkas alltså av utvecklingen såväl hos fastighetsbolagen som på den kommersiella fastighetsmarknaden. De senaste årens starka ekonomiska utveckling och låga räntor har bidragit till att driva upp priserna på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden. I takt med att fastighetspriserna ökat har fastighetsbolagen även ökat sina skulder genom både banklån och marknadsfinansiering. Prisutvecklingen kan i stor utsträckning förklaras av fundamentala faktorer, men bedömningen är att det kan finnas risker eftersom dessa faktorer kan ändras snabbt.

Varför är kommersiella fastigheter viktiga för finansiell stabilitet?

Kommersiella fastigheter, både i Sverige och utomlands, har ofta spelat en betydande roll i finansiella kriser.⁸⁶ Under krisen i Sverige på 1990-talet bidrog problem i den kommersiella fastighetssektorn till stora kreditförluster och svårigheter för det svenska banksystemet. Det finns också internationella exempel på hur problem kopplade till den kommersiella fastighetsmarknaden förvärrade utvecklingen i samband med finanskrisen 2007–2008.⁸⁷ Så var dock inte fallet i Sverige.

Den kommersiella fastighetssektorn är stor; värdet på de svenska kommersiella fastigheterna uppgår till cirka 1 765 miljarder kronor,⁸⁸ vilket motsvarar cirka 40 procent av Sveriges BNP. Samtidigt är det en kapitalintensiv bransch, bolagen har ofta en stor andel lånat kapital, både banklån och marknadsfinansiering. Detta medför att de är exponerade mot ränte- och refinansieringsrisker och potentiellt känsliga för stigande räntor. Sammantaget gör det att sektorn är viktig för det svenska finansiella systemet.

De svenska storbankerna har en betydande utlåning direkt till kommersiella fastighetsbolag och har därmed en stor exponering mot sektorn. I ett läge där hyror och fastighetspriser faller kraftigt finns det en risk för att fastighetsbolagen inte kan betala sina lån. Detta innebär en kreditrisk för bankerna. Utlåning till kommersiella fastigheter skiljer sig i det här avseendet från utlåning till exempelvis hushåll för bostadsändamål eftersom hushållen är personligt betalningsansvariga för sina lån, medan det som regel är kommersiella fastighetsbolag i form av aktiebolag som lånar till kommersiella fastigheter. Om fastighetsbolaget inte kan betala riskerar banken

därmed att inte få tillbaka de utlånade pengarna eftersom bolaget kan försättas i konkurs.

Även när det gäller marknadsfinansieringen finns det kopplingar till finansiell stabilitet. I en situation där fastighetspriserna faller kan det bli både dyrare och svårare att finansiera sig på marknaden, vilket skulle påverka fastighetsbolagen direkt. Om de värdepapper som de kommersiella fastighetsbolagen har gett ut utgör en stor del av de totala utestående volymerna av icke-finansiella företags certifikat och obligationer finns det också en risk för att bolag även inom andra sektorer kan få problem med finansieringen.

Om både fastighetspriserna och fastighetsbolagens betalningsförmåga skulle sjunka kan det även påverka bankutlåningen generellt och därmed den makroekonomiska utvecklingen. Om bankerna exempelvis skulle få stora andelar problemlån på sina balansräkningar kan det leda till att de blir mer restriktiva i sin utlåning till andra aktörer vilket alltså i sin tur kan påverka den makroekonomiska utvecklingen. På så vis kan en nedgång i konjunkturen förstärkas.

Nedan följer en genomgång av den senaste utvecklingen i den svenska kommersiella fastighetssektorn och riskerna kopplade till den.

Hög aktivitet på den kommersiella fastighetsmarknaden

För närvarande är utvecklingen i den kommersiella fastighetssektorn stark. Aktiviteten, mätt som transaktionsvolym, är hög. De ekonomiska förutsättningarna och villkoren på marknaden är goda och bidrar till den höga aktiviteten. Utvecklingen har

⁸⁶ Se exempelvis Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, april 2011. Sveriges riksbank och Staten fick Svarte Petter – en ESO-rapport om bostadsfinansieringen 1985–1993, Ds 2002:9.

⁸⁷ Se exempelvis Report on commercial real estate and financial stability in the EU, december 2011. Europeiska systemrisknämnden (ESRB).

⁸⁸ Detta baseras på Fastighetsvärdens lista över de 100 största kommersiella fastighetsbolagen i Fastighetsindikatorn 2016. I beräkningen ingår endast företagens ägande i Sverige. Merparten av fastigheter för egenanvändning, såsom Ikeas och Volvos fastigheter, är exkluderade. Delägda fastighetsbolag redovisas som självständiga enheter om innehavet är mindre än 50 procent.

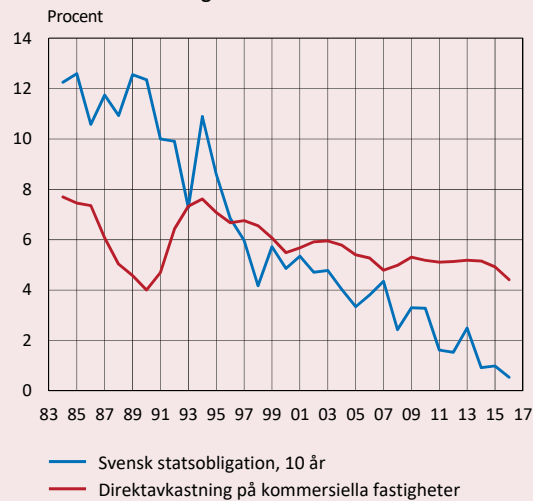
exempelvis bidragit till låga vakansgrader⁸⁹ och till att hyrorna har stigit. Det innebär också att fastighetsbolagen har god lönsamhet och betalningsförmåga på sina lån. Samtidigt har de låga räntorna lett till lägre finansieringskostnader och direktavkastningskrav (se diagram A:3).⁹⁰

Tillsammans har dessa faktorer bidragit till stigande priser på kommersiella fastigheter som i dagsläget är på nivåer liknande de under upptakten till krisen på 1990-talet. I reala termer, det vill säga exklusive den direkta effekten av inflation, är dagens prisnivåer inte lika höga som då (se diagram A:4). Men de ligger på samma nivå som vid IT-bubblan kring millennieskiftet, och det är värt att notera den utveckling med tydligt stigande priser som skett på senare tid. Under de senaste två åren har fastighetspriserna stigit med omkring 9 procent per år och ett flertal marknadsaktörer som deltog i Riksbankens riskenkäter under 2016⁹¹ uttryckte en oro för övervärderingar på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden.

Direktavkastningen på fastighetsinvesteringar är för tillfället låg samtidigt som priserna stiger, vilket historiskt har varit en indikator på framtida prisfall. Investerarnas direktavkastningskrav påverkas av den riskfria räntan, dels eftersom den påverkar hur mycket kompensation de vill ha för att investera i fastigheter, dels eftersom den påverkar investerarnas kostnad för att finansiera investeringen. En förklaring till att direktavkastningskraven i nuläget är låga sett ur ett historiskt perspektiv är alltså att den riskfria räntan också är det. Skillnaden mellan investerarnas direktavkastningskrav på fastigheter och den riskfria räntan, den så kallade riskpremie som investerarna vill ha för att investera i fastigheter istället för i det riskfria alternativet, är istället hög sett ur ett historiskt perspektiv (se diagram A:3). Det har inte varit fallet under tidigare perioder med låg direktavkastning som följts av prisfall.

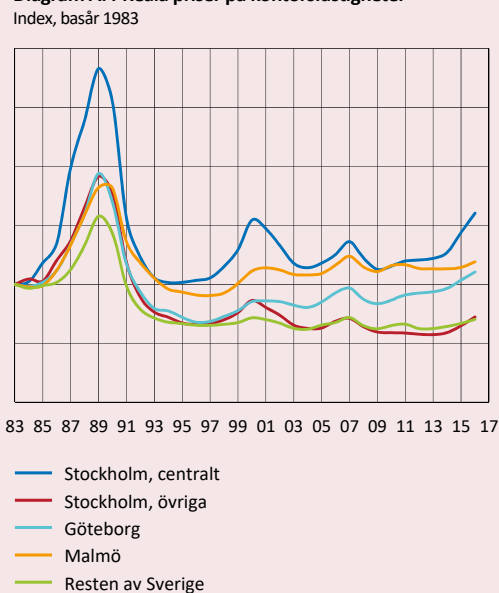
Den starka ekonomiska utvecklingen tillsammans med de låga räntorna gör att dagens stigande priser på kommersiella fastigheter i viss utsträckning kan motiveras utifrån fundamentala faktorer som höga hyresnivåer, låga vakansgrader och låga finansieringskostnader. Det är dock viktigt att komma ihåg att sådana faktorer snabbt kan ändras. Den allt högre riskpremien för att investera i kommersiella fastigheter kan dock indikera att fastighetsbolagen i viss mån tar höjd för detta.

Diagram A:3 Riskfri ränta och direktavkastning på kommersiella fastigheter



Källa: MSCI

Diagram A:4 Reala priser på kontorsfastigheter



Anm. Diagrammet bygger på ett nominellt prisindex som gjorts reallt med hjälp av KPIF-inflationen.

Källor: MSCI, SCB och Riksbanken

Kapitalintensiv bransch med stor andel lånat kapital

Den kommersiella fastighetssektorn är en bransch där det krävs mycket kapital för att bedriva verksamhet. Fastighetsbolagen kan, förenklat uttryckt, finansiera sin verksamhet med aktiekapital och lånat kapital.⁹² I stor utsträckning använder de sig av lånat kapital. För de svenska fastighetsbolag som är noterade på börsen⁹³

⁸⁹ Vakansgrad mäts som andelen lediga lokaler i fastighetsbeståndet.

⁹⁰ Direktavkastningskravet är ett mått på den avkastning som investerare kräver på en fastighetsinvestering. För kommersiella fastigheter beräknas direktavkastningen som skillnaden mellan hyresintäkter och drift- och underhållskostnader för en fastighet eller ett fastighetsbolag, i relation till det pris som en investerare har betalat för fastigheten.

⁹¹ *Marknadsaktörers syn på risker och de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt*, våren 2016 och hösten 2016. Sveriges riksbank. Frågan om aktörernas

syn på den kommersiella fastighetsmarknaden fanns inte med i riskenkäten under våren 2017.

⁹² Kommersiella fastighetsbolag med kopplingar till staten, kommuner och pensions- eller livförsäkringsbolag är i stor utsträckning exkluderade från denna analys eftersom deras finansieringsstruktur ofta skiljer sig från de privata affärsdrivande företagens.

⁹³ De börsnoterade bolagen i urvalet har tillgångar som uppgår till 610 miljarder kronor. Det motsvarar drygt en tredjedel av den totala kommersiella fastighetssektorns tillgångar baserat på de 100 största bolagen från Fastighetsvärdens lista i Fastighetsindikatorn 2016.

utgör aktiekapital drygt 35 procent av finansieringen medan lånat kapital utgör 65 procent. Andra typer av bolag som är noterade på Nasdaq OMX har i stort sett den omvända relationen mellan måtten, det vill säga 65 procent aktiekapital och 35 procent lånat kapital.

Då balansräkningsposterna lånat kapital, aktiekapital och tillgångar ökat proportionerligt under de senaste åren har andelarna aktiekapital och lånat kapital i relation till tillgångarna varit förhållandevis konstanta (se diagram A:5). En förklaring till att samtliga balansräkningsposter har ökat är att antalet noterade bolag på aktiemarknaden i Sverige har ökat men det finns fler orsaker. Att tillgångarna har ökat beror exempelvis även på att värdet på de övriga bolagens tillgångar har ökat i takt med de nominella priserna på kommersiella fastigheter.

Att aktiekapitalet har ökat beror delvis på att lönsamheten hos de kommersiella fastighetsbolagen, mätt som avkastning på eget kapital, under de senaste åren har stigit till nivåer som är höga i ett historiskt perspektiv och att många bolag valt att inte dela ut hela vinsten till aktieägarna. Därtill har en del bolag genomfört nyemissioner i syfte att öka aktiekapitalet. Bolagens lånade kapital har samtidigt ökat.

När det gäller det lånade kapitalet visar en genomgång som Riksbanken har gjort av de största kommersiella fastighetsbolagens årsredovisningar att det består av både banklån och marknadsfinansiering i varierande utsträckning.⁹⁴ I genomsnitt är banklån och marknadsfinansiering dock ungefär lika vanliga. Under de senaste åren har bolagen både lånat mer från banker och ökat sin marknadsfinansiering.

Att fastighetsbolagen har en större andel lånat kapital än bolag i många andra sektorer är inte oväntat. Vid banklån lämnar fastighetsbolagen nämligen ofta fastigheten som säkerhet för lånet vilket minskar riskerna för banken jämfört med lån utan säkerhet. Den stora andelen lånat kapital gör dock den kommersiella fastighetssektorn nära sammankopplad med det finansiella systemet och ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv är det därför viktigt att förstå hur denna sammankoppling ser ut och har utvecklats. Nedan följer därför en genomgång av fastighetsbolagens lånade kapital.

Lån från banker ökar

För att få mer information om de kommersiella fastighetsbolagens banklån genomförde Riksbanken under hösten 2016 en enkätundersökning. Frågor ställdes till de fyra svenska storbankerna. Undersökningen visar att deras

utlåning till svenska kommersiella fastighetsbolag har ökat med nästan 100 miljarder kronor sedan 2010 och nu uppgår till 456 miljarder kronor (se diagram A:6 och tabell A:3).⁹⁵ Ökningstakten är ungefär i linje med bankernas totala utlåning. Utlåningen står därmed för drygt en tredjedel av bankernas utlåning till svenska icke-finansiella företag.

Utöver den faktiska utlåningen har bankerna även lämnat outnyttjade låneramar eller lånelöften till fastighetsbolag på ytterligare 87 miljarder kronor, vilket motsvarar nästan 20 procent av den befintliga utlåningen till dessa bolag. Därtill har fastighetsbolagen ofta outnyttjade kredit- eller likviditetsfaciliteter hos bankerna som är öronmärkta för att täcka finansieringen av deras utestående certifikat.

Fastighetsbolagen har också ökat sin marknadsfinansiering

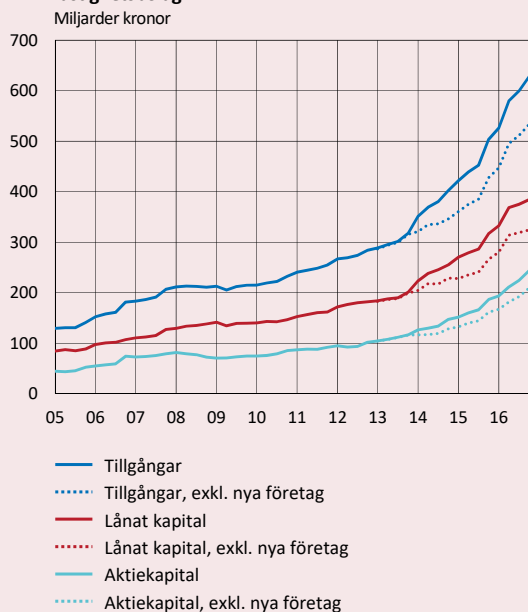
Sedan 2013 har fastighetsbolagen ökat sin marknadsfinansiering genom att emittera mer obligationer och certifikat. De utestående volymerna har mer än fördubblats under de senaste fyra åren, från 112 miljarder kronor i början av 2013 till 267 miljarder kronor idag, fördelat på obligationer till ett värde av 192 miljarder kronor och certifikat till ett värde av 75 miljarder kronor (se tabell A:3). Detta beror både på att bolagen har ökat sin upplåning och på att antalet fastighetsbolag som använder sig av denna finansieringstyp har ökat. Men övriga icke-finansiella företag har inte ökat sitt användande av den här typen av finansiering i samma utsträckning. Det har resulterat i att fastighetsbolagens andel av de totala utestående volymerna har ökat: från 18 procent i mars 2013 till 31 procent i början av 2017. Det finns ingen specifik statistik över vilka aktörer som investerar i fastighetsbolagens marknadsfinansiering. SCB sammanställer dock statistik över vilka aktörer som investerar i icke-finansiella företags marknadsfinansiering och eftersom fastighetsbolagen står för drygt en tredjedel av de utestående volymerna inom denna kategori kan statistiken ge en grov bild av vilka fastighetsbolagens investerare är. Statistiken visar att drygt hälften av investeringarna kommer från utlandet (52 procent). Bland de svenska investerarna utgör fonder den enskilt största investerarkategorin (13 procent) följt av pensions- och försäkringsbolag (9 procent).

⁹⁴ Det lånade kapitalet utgörs i viss utsträckning även av andra typer av finansiering så som internlån, leverantörsskulder och uppskjutna skatteskulder. Dessa är exkluderade i genomgången. När det gäller skatteskulderna så utreder Finansdepartementet för närvarande vissa frågor inom fastighets- och stämpelskatteområdet. Beroende på om och hur en förändring görs inom dessa

områden så kan det påverka fastighetsbolagen och eventuellt även den kommersiella fastighetsmarknaden, se *Vissa frågor inom fastighets- och stämpelskatteområdet*, SOU 2017:27. Statens offentliga utredningar.

⁹⁵ Avser bankernas utlåning till kommersiella fastighetsbolag exklusive bostadsfastigheter.

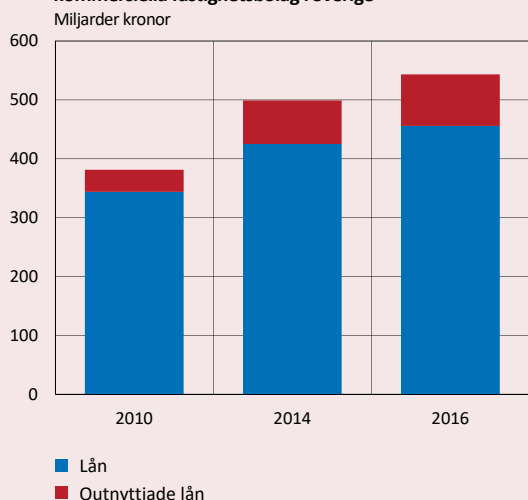
Diagram A:5 Reala balansräkningsposter för börsnoterade fastighetsbolag



Anm. Diagrammet bygger på nominella data som gjorts reala med hjälp av KPIF-inflationen.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

Diagram A:6 De svenska storbankernas utlåning till kommersiella fastighetsbolag i Sverige



Anm. Avser bankernas utlåning till kommersiella fastighetsbolag exklusive bostadsfastigheter.

Källa: Riksbankens enkät

Ingen påtaglig förändring av ränte- och refinansieringsrisker...

Eftersom fastighetsbolagen har en väsentlig andel banklån och marknadsfinansiering kan de vara exponerade mot ränte- och refinansieringsrisker.⁹⁶ Det är dock oklart exakt hur stora dessa risker är. Vanligtvis lånar fastighetsbolagen till rörlig ränta. Samtidigt ingår de derivatavtal, som omvandlar den rörliga räntekostnaden till en fast ränta, i

syfte att minska de effekter som förändrade marknadsräntor kan få på deras finansieringskostnader. Detta är också något som tre av de fyra bankerna i enkäten kräver att bolagen i viss utsträckning gör för att de ska få låna. Andelen obligationer som emitteras med rörlig ränta har samtidigt minskat under de senaste åren och bankerna uppger dessutom att de noterat att bolagen väljer att ta en allt större andel av sin finansiering till fast ränta. Det talar för att ränterisken på skulderna har minskat något.

Den genomsnittliga löptiden på bolagens utestående obligationer är cirka fyra år och har inte ändrats under de senaste åren. Övriga icke-finansiella företag har haft en genomsnittlig löptid på omkring sex år under de senaste åren. När det gäller banklån uppger två av fyra banker att löptiden på fastighetsbolagens lån har minskat sedan 2010 medan de andra två bankerna anser att den är oförändrad. Det är svårt att med säkerhet säga något om refinansieringsrisken baserat enbart på den här informationen, men den tyder på att risken är någorlunda oförändrad sett till de senaste årens utveckling.

... men bolagens lönsamhet är känslig för ränteförändringar

Även om ränterisken bedöms ha minskat något för fastighetsbolagen så innebär deras ökade skulder att de fortfarande är tydligt exponerade mot stigande räntor. Ett sätt att undersöka bolagens räntekänslighet är att analysera deras räntetäckningsgrad, som visar hur stora bolagens intäkter är i förhållande till deras räntekostnader. För fastighetsbolagen är den genomsnittliga räntetäckningsgraden för närvarande omkring tre, vilket betyder att intäkterna är tre gånger större än räntekostnaderna.

En så låg relation som tre kan innebära en risk eftersom räntorna i dagsläget ligger på historiskt låga nivåer. Om inget annat inträffar så sjunker räntetäckningsgraden när räntorna stiger och tvärtom. I ett stresstest har Riksbanken undersökt hur fastighetsbolagen kan påverkas vid kraftigt stigande räntor. Detta skulle kunna inträffa om till exempel förtroendet för hela den kommersiella fastighetssektorn faller. Det skulle också kunna inträffa om svensk ekonomi drabbades av kraftigt stigande inflation. I testet antas att de rörliga räntorna på de kommersiella fastighetsföretagens finansiering stiger från 1,7 till 5,0 procent på kort sikt. Därutöver görs olika antaganden om hur stor del av ränteökningen som får genomslag på bolagens finansieringskostnader samt huruvida intäkterna också påverkas och i så fall i vilken utsträckning (se tabell A:2).

⁹⁶ Ränterisk är risken att värdet på finansiella tillgångar och skulder förändras när marknadsräntorna stiger eller faller. Refinansieringsrisk är risken att

finansieringsmöjligheterna är begränsade när lån ska omsättas och att betalningsförpliktelser inte kan uppfyllas som en följd av otillräcklig likviditet.

Tabell A:2 Stresstest av fastighetsbolagens räntetäckningsgrad

Scenario	Genomslag från ränteökning	Förändring intäkter	Räntetäckningsgrad
Nuläge	-	-	3,33
Scenario 1	50 %	-	1,89
Scenario 2	50 %	-25 %	1,42
Scenario 3	100 %	-	1,32
Scenario 4	100 %	-25 %	0,99

Anm. Beräkningarna i stresstestet bygger på data för börsnoterade svenska kommersiella fastighetsbolag.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

Resultaten av stresstestet visar att räntetäckningsgraden sjunker mot ett värde på ett i samtliga scenarion, om än i varierande utsträckning. Det innebär att storleken på bolagens intäkter närmar sig storleken på deras räntekostnader vilket, allt annat lika, betyder att deras lönsamhet successivt försämras. I scenario 4 antas hela ränteökningen få genomslag på all finansiering som fastighetsbolagen har och att intäkterna samtidigt minskar med 25 procent. I detta scenario faller räntetäckningsgraden under ett vilket innebär att räntekostnaderna överstiger intäkterna. Det betyder att bolagen går med förlust, såvida inte fastighetsvärdena samtidigt stiger så att värdeökningen överstiger det underskott som uppstår till följd av att räntekostnaderna är större än intäkterna. Om fastighetsbolagen börjar gå med förlust kan det dessutom påverka bankernas och investerarnas vilja att låna ut pengar, både genom aktiekapital och skuldfinansiering, till dem.

Stresstestet bygger på antagandet att den rörliga räntan på de kommersiella fastighetsföretagens finansiering ökar kraftigt och på kort sikt. Om motsvarande ränteökning i stället skulle ske gradvis över ett antal år kan effekten på fastighetsbolagens räntetäckningsgrad bli en helt annan. Detta kan ske om konjunkturen stärks gradvis. Genomslaget från ränteökningen på fastighetsbolagens finansieringskostnader kommer då successivt att öka i takt med att de måste förnya den utestående skuld som förfaller med ny finansiering till en högre ränta och så småningom skulle ränteökningen slå igenom fullt ut på företagets finansieringskostnader.

Samtidigt är det rimligt att anta att fastighetsbolagens hyresintäkter i detta scenario också successivt ökar. Därmed kommer räntetäckningsgraden påverkas mindre. Dessutom borde deras möjligheter att få nya lån inte påverkas i någon större utsträckning.

Problem i fastighetssektorn kan få påtagliga effekter på bankerna

De svenska bankerna är som beskrivits tidigare exponerade mot de kommersiella fastighetsbolagen på olika sätt. Den främsta exponeringen kommer från den betydande utlåning som bankerna har till bolagen. Merparten av bankernas utlåning till bolagen är säkerställd, och för huvuddelen av utlåningen är det pantbrev på fastigheter som lämnas som säkerhet.

Bankerna uppger i Riksbankens enkät att de efter krisen på 1990-talet ändrade sina kreditpolicyer och började fokusera på kassaflöden och direktavkastning i stället för fastigheternas marknadsvärde, vilket tidigare varit fallet. Genom att göra så anser de sig bli mindre sårbara för förändringar i marknadsvärdet på lånens säkerheter, det vill säga fastigheterna. Fastigheternas värde är dock fortfarande en viktig faktor när det kommer till utlåningen; den vanligaste så kallade kovenanten, en typ av villkor som ska vara uppfyllt under lånets löptid, är exempelvis en maximal belåningsgrad som sätter lånet i relation till fastighetens värde.

Bankernas utlåning till fastighetsbolagen uppgår som tidigare nämnts till 456 miljarder kronor. Det kan sättas i relation till bankernas kärnprimärkapital⁹⁷ på 555 miljarder kronor och visar då att utlåningen till fastighetsbolagen uppgår till 82 procent av bankernas kapital. Bankerna har visserligen oftast säkerheter för lånen, men storleken på deras exponering mot fastighetsbolagen talar ändå för att de kan påverkas mycket negativt vid omfattande förluster på lån till kommersiella fastighetsbolag.

Tabell A:3 Kommersiella fastighetsbolags finansiering

Kommersiella fastighetsbolag	Miljarder kronor
Banklån	455,9
(Outnyttjade låneramar)	(87,5)
Certifikat utestående	74,9
Obligationer utestående	191,9
Förfall certifikatfinansiering 1 mån	18,9
Förfall certifikatfinansiering 3 mån	58,0

Anm. Eventuella lån som de svenska kommersiella fastighetsbolagen har från utländska banker ingår inte i statistiken.

Källor: Macrobond, Riksbankens bankenkät, SCB och Riksbanken

I en situation där till exempel de kommersiella fastighetspriserna faller kan det vara svårt för bankerna att minska sin exponering mot sektorn, tvärtom kan de i stället riskera att få ökade exponeringar. Om fastighetsbolagen börjar bryta mot bankernas kovenanter, eller om bankerna misstänker att de är på väg att göra det, så kan de vidta olika åtgärder beroende på omständigheterna. Åtgärderna kan handla om allt från att bankerna kräver att villkoren för lånen omförhandlas eller att ytterligare

⁹⁷ Kärnprimärkapital är primärkapital med avdrag för kapitaltillskott och reserver som får ingå i kapitalbasen som primärt kapital enligt 3 kap. 4 § lagen (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar.

säkerheter måste lämnas, till att de begär att lånen ska betalas tillbaka i förtid.

Om fastighetsbolaget inte kan betala riskerar banken att inte få tillbaka de utlånade pengarna och i stället behöva sälja den fastighet som lämnats som säkerhet för lånet.

I värsta fall understiger värdet på fastigheten lånebeloppet vilket leder till en kreditförlust för banken. Om banken i ett sådant läge tvingar ut fastigheter till försäljning kan det bidra till att skapa en negativ spiral av ytterligare fallande fastighetspriser och ännu större kreditförluster. Om bankerna i stället väljer att vidta någon annan åtgärd än att tvångsförsälja fastigheten är det möjligt att de kan dämpa den negativa prisutvecklingen på fastighetsmarknaden.

Utöver de direkta lånen är bankerna även exponerade mot fastighetsbolagen genom att de förser dem med så kallade kredit- eller likviditetsfaciliteter som en slags garanti i vissa fall då bolagen inte kan förnya sina utestående certifikat på marknaden.⁹⁸ I dagsläget har fastighetsbolagen certifikatfinansiering som förfaller inom en månad till ett värde av 19 miljarder kronor och inom tre månader till ett värde av 58 miljarder kronor (se tabell A:3).

Bankerna uppger visserligen att bolagen inte förutsättningslöst kan låna genom kredit- eller likviditetsfaciliteterna, men beroende på anledningen till att fastighetsbolagen har svårt att förnya utestående certifikatfinansiering så kan faciliteterna alltså medföra att bankernas exponering mot fastighetsbolagen ökar. Många fastighetsbolag kräver att storleken på dessa faciliteter vid varje givet tillfälle ska motsvara storleken på deras certifikatfinansiering och storleken på denna har ökat påtagligt de senaste åren.

I en situation då fastighetsbolagen själva har problem är det tveksamt om fastighetsbolagen uppfyller de villkor som ger dem tillgång till kredit- eller likviditetsfaciliteterna.

I samband med finanskrisen vidtog såväl Riksbanken som den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, åtgärder för att förbättra likviditeten på certifikatmarknaden för icke-finansiella företag. Det gjordes eftersom företagen hade svårt att förnya utestående certifikatfinansiering som gick till förfall.⁹⁹ Det är alltså inte givet att fastighetsbolagens kredit- och likviditetsfaciliteter är tillräckliga för att undvika att de kan få problem med finansieringen.

Även i en situation där fastighetsbolagen inte får utnyttja kreditfaciliteterna, trots att de har svårt att förnya

utestående finansiering, kan bankerna påverkas av indirekta exponeringar. Fastighetsbolagens totala utestående volym marknadsfinansiering uppgår som tidigare nämnts till 267 miljarder kronor. Om bankerna sedan tidigare har vanlig utlåning till fastighetsbolagen kan de behöva välja mellan att låna ut ytterligare för att täcka upp sådan marknadsfinansiering som bolagen inte kan förnya, eller att inte göra det och i stället riskera kreditförluster på sin befintliga utlåning. Beroende på hur banken väljer att agera i ett stressat scenario så kan deras exponering mot fastighetsbolagen alltså öka.

Stark koppling mellan den kommersiella fastighetssektorn och det finansiella systemet

Stigande kommersiella fastighetspriser kan innebära ökade risker för den finansiella stabiliteten i Sverige. Dagens prisutveckling tycks i stor utsträckning vara motiverad utifrån fundamentala faktorer som höga hyresnivåer, låga vakansgrader och låga finansieringskostnader, vilket talar för att riskerna med prisuppgången är mindre än om den drivits av spekulation om ytterligare prisökning. Men det är samtidigt viktigt att vara medveten om att dessa faktorer kan ändras.

Fastighetsbolagen tycks i viss utsträckning ta höjd för detta genom att inte sänka direktavkastningskraven i paritet med den låga riskfria räntan. Eftersom bolagen samtidigt upprätthållit en någorlunda oförändrad andel aktiekapital av den totala finansieringen har de också en oförändrad kapitalbuffert, vilken gör det möjligt för dem att i viss utsträckning hantera prisfall på kommersiella fastigheter.

Samtidigt är fastighetsbolagen verksamma i en kapitalintensiv bransch och i hög grad beroende av lånat kapital. Även om refinansierings- och ränterisken för bolagen inte tycks ha ökat under de senaste åren så är de känsligare än många andra bolag för stigande räntor och kopplingen mellan bolagen och det finansiella systemet är också starkare, delvis på grund av den stora andelen lånefinansiering. En situation där fastighetspriserna faller eller räntekostnaderna stiger kraftigt skulle därför kunna få betydelse för den finansiella stabiliteten i Sverige.

Bankernas exponering mot de kommersiella fastighetsbolagen, jämfört med annan utlåning, har inte ökat under de senaste sex åren. Däremot har bankernas exponering ökat sett till volymen. Bankernas utlåning till fastighetsbolagen är mycket stor. Den utgör drygt en tredjedel av bankernas utlåning till icke-finansiella företag i Sverige, och uppgår till 82 procent av bankernas kärnprimärkapital.

⁹⁸ Som tidigare nämnts har fastighetsbolagen även outnyttjade låneramar hos bankerna som uppgår till 87 miljarder kronor. I Riksbankens enkät uppger bankerna dock att dessa av olika anledningar är svåra för fastighetsbolagen att utnyttja i en stressad situation.

⁹⁹ Riksbanken erbjöd lån till svenska banker i utbyte mot att bankerna lämnade icke-finansiella företagscertifikat som säkerhet för lånen. Den amerikanska centralbanken valde i stället att låna ut pengar direkt till företagen.

Utöver den direkta utlåningen till fastighetsbolagen och de outnyttjade låneramarna har bankerna även indirekta exponeringar genom fastighetsbolagens marknadsfinansiering. Det beror på att bankerna i viss utsträckning förser fastighetsbolagen med kredit- eller likviditetsfaciliteter som ska täcka deras certifikatfinansiering, men också på att de kan komma att få ytterligare ökad exponering från fastighetsbolagens övriga marknadsfinansiering.

Om problem skulle uppstå på den kommersiella fastighetsmarknaden riskerar de svenska storbankerna att drabbas av omfattande kreditförluster. Givet utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden och dess betydelse för det finansiella systemet är det därför viktigt att följa utvecklingen framöver för att fånga upp eventuella förändringar som kan medföra ökade risker för den finansiella stabiliteten.