Handelsbanken Research

Fastighetsrapporten - insikter & utsikter

12 mars, 2024

Fastighetssektorn drar en lättnadens suck

- Räntesänkningar närmar sig, men fastighetsaktier fortsatt volatila
- Bopriser börjar åter öka, fastighetsvärden fortsätter ner lite till
- Dystra byggutsikter, men renoveringsvåg väntar



Innehåll

Förord 3

Översikt
Fastighetssektorn drar en lättnadens suck 5

Bostadsmarknaden
Ljusning i sikte för skuldtyngda hushåll 9

Hållbarhet
Renoveringsvåg och strandade tillgångar? 15

Marknadsfinansiering
Fastighetsbolagen är tillbaka 19

Kommersiella fastighetsmarknaden
Är det över nu? 22

Aktiemarknaden
Ny värderingsbild efter höst-rally 25

Förord

I förra rapporten i november konstaterade vi att det var stiltje på fastighetsmarknaden. Lagom till att solen börjar tina upp marken tinar även fastighetsmarknaden i förhoppning om att ekonomin mjuklandar, inflationen kommer ner och Riksbanken påbörjar räntesänkningar. Men det handlar fortfarande om att hushåll och företag ska anpassa sig till högre kostnader och högre räntor än vad vi varit vana vid historiskt. Samtidigt som räntesänkningar kommer närmare och finansieringssituationen för många bolag underlättas börjar konjunkturen få större betydelse för fastighetsbolagen och aktieinvesterare.

För bostadsbyggandet är det tuffare. Med högre byggkostnader även framöver och en lägre befolkningstillväxt diskuterar vi i rapporten om inte det nya normala ligger klart lägre än den byggtakt vi sett senaste åren. Lägre bostadsbyggande kan öppna för mer renoveringar av fastigheter för att förbättra energiprestandan. Något som det finns nya EU-krav på och som vi tror kommer vara viktigt även för fastighetsvärden framöver, inte minst som kraven troligen kommer öka ytterligare.

Även i denna rapport analyserar vi trösklarna för unga, nu mot bakgrund av de förslag som finns från regeringen om ett höjt bolånetak. Höga bostadspriser utgör den högsta tröskeln för unga och priserna skiljer sig betydligt runt om i landet, och därmed skiljer det sig åt vilken effekt ett höjt bolånetak skulle få. Detta tittar vi närmare på.

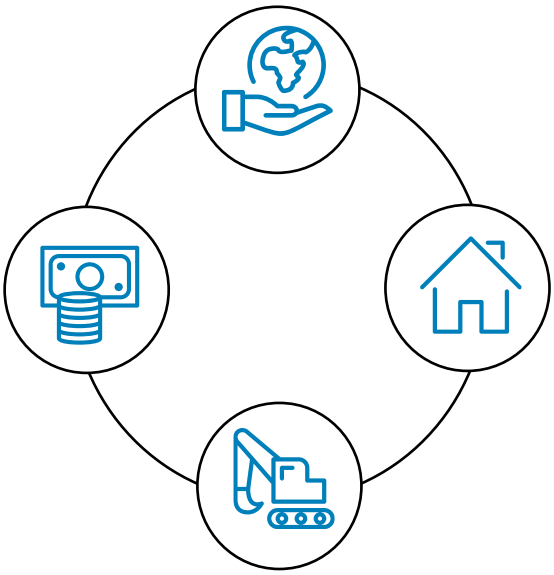
Det här är några av de områden vi analyserar denna gång och vi som arbetat med rapporten är makroekonomer, kredit- , aktie- och hållbarhetsanalytiker och vi kommer från Handelsbanken Capital Markets.

Christina Nyman
Chefsekonom

Visste du att:

- **Sedan början av 2021 har småhus- och bostadsrättsägares boendekostnader stigit med nästan 50 %.**
- **Ett höjt bolånetak kan underlätta för fler att köpa en bostad men också bidra till högre bostadspriser.**
- **Byggnader står för cirka 40 procent av EU:s energikonsumtion.**
- **EU vill att 26% av alla lokalbyggnader ska energirenoveras till 2033.**
- **Fastighetsbolagen har skrivit ned fastighetsvärden i spannet 0 och 16%**
- **Det är en ny värderingsbild på börsen efter höstens rally, men fortsatta rabatter mot substansvärden.**
- **Emissioner av sociala obligationer har ökat med 20 % under de första nio månaderna 2023.**

Bostads- och fastighetsmarknaden i ett nötskal



Centralbankernas räntesänkningar närmar sig och hushållens och fastighetsbolagens framtidsutsikter ljusnar något. Jämfört med vår förra rapport i november 2023 ser vi snarlikt på utsikterna för bopriser och fastighetsvärden, men vi har kommit närmare en vändning. Vi ser fortsatt tuffa utsikter för bostadsbyggandet, men skärpta EU-krav kring byggnaders energiprestanda kan öka renoveringstakten.

- **Ljusning i sikte för skuldtyngda hushåll – bostadspriser vänder upp**
- **Tuffa byggutsikter för bostäder, men mer renoveringar att vänta efter nya EU-krav**
- **Fastighetsbolagen är tillbaka – pressen på kreditbetygen i sektorn har minskat**

VÅR VY DET NÄRMASTE ÅRET	NY PROGNOS	TIDIGARE PROGNOS
BOSTADSPRISER	↗	(→)
BYGGSTARTER BOSTÄDER	→	(→)
KOMMERSIELLA FASTIGHETSVÄRDEN	↘	(↓)
FASTIGHETSAKTIER	↗	(→)
AVKASTNINGSKRAV	↗	(↑)
VAKANSGRAD	↗	(↑)
MARKNADSFINANSIERING	↘	(↓)
HÅLLBAR/GRÖN FINANSIERING	↗	(→)

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

Översikt

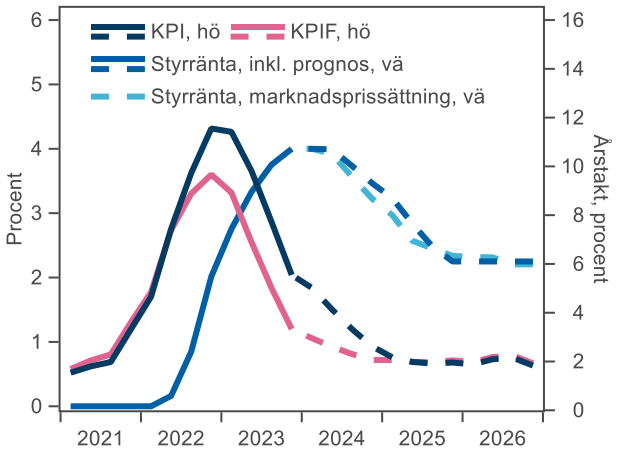
Fastighetssektorn drar en lättnadens suck

Centralbanker har mjuklandning i sikte och lättar snart på bromsen. Det för med sig minskad oro för den skuldtyngda fastighetssektorn och en kreditmarknad som långsamt tinar upp. Men finansieringskostnader förblir betydligt högre än tidigare, både för hushåll och fastighetsbolag, samtidigt som bostadsbyggandet ser ut att stabiliseras på en betydligt lägre nivå. Vi ser fortsatt tuffa utsikter för nyproduktion av bostäder men nya EU-krav på fastigheters energiprestanda kan föra med sig ökade renoveringar av både lokaler och bostäder. Vår prognos är att bostadspriser börjar vända upp i år men ökar långsammare än inkomsterna kommande år, samtidigt som kommersiella fastighetsvärden har en liten bit kvar till botten.

Hoppingivande signaler om mjuklandning…
Inflationen sjunker och förutsättningarna att mjuklanda ekonomin har förbättrats det senaste halvåret. De enorma obalanserna som skapades av de senaste årens kriser är på väg att normaliseras, även om geopolitisk instabilitet såsom exempelvis attackerna vid Röda havet fortsätter utgöra en risk för förnyade utbudsstörningar och kostnadsökningar. Det är en bit kvar till inflationsmålet men den nedåtgående trenden i inflationen är tydlig. Centralbankerna har också skiftat i sin kommunikation och lägger allt större fokus på framtidsutsikter och att inte riskera att försvagningen på arbetsmarknaden fördjupas.

Vår prognos är att inflationen gradvis sjunker och når målet i slutet av året. Vad gäller den för hyresmarknaden centrala KPI-siffran i oktober bedömer vi att den landar omkring 3 procent 2024. Det talar för att hyreshöjningarna även 2025 blir något högre än normalt.

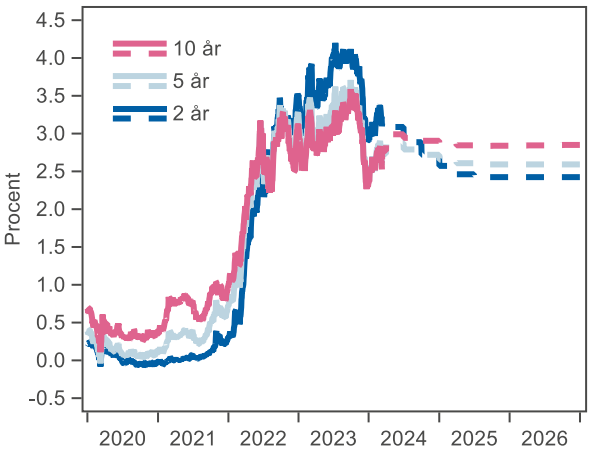
Fokus skiftat till räntenedgång



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

… men räntemarknaden speglar osäkerhet
Enligt vår bedömning kommer räntemarknaden vara fortsatt känslig för inkommande data kopplat till inflationsutsikterna. Det som är den största osäkerheten på räntemarknaden nu är tidpunkten och hastigheten. Riktningen är tydlig. Men mjuklandningen kantas av risker – bakslag i inflationsnedgången kan senarelägga räntesänkningar och förlänga konjunkturnedgången. Skulle konjunkturen istället försämras tydligt kan det behövas mer aggressiva räntesänkningar.

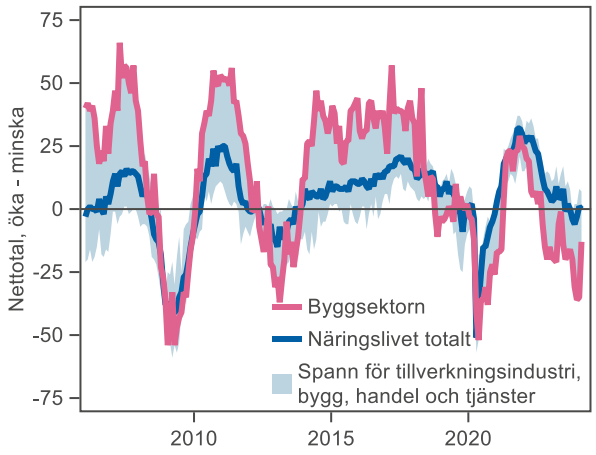
Marknadsräntor(swap) bedöms ha toppat



Källor: Macrobond, Riksbanken och Handelsbanken

I nuläget ligger den 2-åriga marknadsräntan på strax över 3 procent, medan 5- och 10-åriga räntor ligger ca 0,5 procentenheter lägre. Det kan tolkas som att marknaden, i likhet med oss, räknar med att korta räntor är högre än normalt i nuläget. Vi räknar med att Riksbanken inleder räntesänkningar i juni i år och sedan sänker ytterligare två gånger under 2024. Förutsättningen är att inflationstakten fortsätter att sjunka. Under 2025 sänker Riksbanken i lite snabbare takt och mot slutet av året uppgår styrräntan till 2,25 procent. En nivå som varken stramar åt eller stimulerar ekonomin enligt vår bedömning. För hushållens del talar vår prognos för boräntor som konvergerar mot omkring 3,5 procent, på såväl rörliga som fasta avtal. Framför oss väntar således en period av sjunkande räntekostnader för hushållen, men de är ändå ungefär dubbelt så höga 2026 jämfört med 2022. Boendekostnaderna förblir därmed betydligt högre än tidigare, vilket dämpar återhämtningen i såväl hushållens konsumtion som på bostadsmarknaden.

Anställningsplaner ger splittrad bild



Källor: Macrobond, Konjunkturinstitutet och Handelsbanken

Sysselsättningen viker, främst inom bygg

Den tidigare rekordstarka arbetsmarknaden har börjat svalna och arbetslösheten har vänt upp. Framåtblickade indikatorer, som anställningsplaner, tyder på att efterfrågan på arbetskraft fortsätter att vara svag de kommande månaderna. Vi räknar med att sysselsättningen minskar något under det första halvåret av 2024 och att arbetslösheten toppar på 8,3 procent i slutet av året.

Under förra året hölls produktionen och sysselsättningen i byggsektorn uppe av ett fortsatt högt byggande av kommersiella lokaler och att många bostäder färdigställdes. Sysselsättningen inom byggsektorn är dock svårbedömd, då den officiella arbetsmarknadsstatistiken AKU å ena sidan visar att sysselsättningen i sektorn tydligt har minskat under 2022 medan registerdata från SCB (BAS respektive NR) visar på en mer stabil utveckling. Enligt SCB drevs nedgången i AKU till stor del av egenföretagare. Konkursstatistik visar även att uppgången i konkurser i byggsektorn främst har drivits av företag med färre än 10 anställda.

Under hösten har antalet varsel i byggsektorn ökat kraftigt, orderstockar har börjat vika ned och företagen i byggsektorn planerar att minska personalstyrkan, enligt Konjunkturinstitutets undersökning. Vår bedömning är att vi kommer se sjunkande sysselsättning i byggsektorn under året i takt med att pågående byggprojekt färdigställs och nya inte tar vid. Vår prognos för bygginvesteringarna pekar mot att antalet sysselsatta i byggsektorn 2024 minskar med omkring 10 000 personer.

Bostadsbyggandet går mot en ny normalnivå

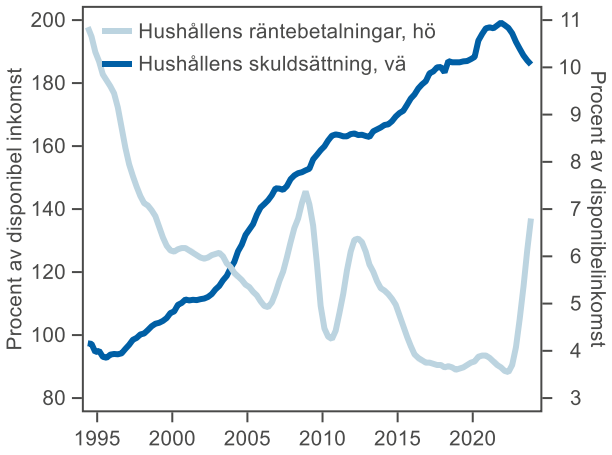
Byggutsikterna på ett års sikt ser ut att gå mot en normalisering och vi räknar också i vår prognos med att antal byggstarter slutat falla. Vår prognos är dock att bostadsbyggandet endast kommer öka svagt kommande åren och vi bedömer att bostadsbyggandet är på väg mot en ny lägre normalnivå på runt 35000 påbörjade bostäder per år, snarare än att återgå till tidigare rekordhöga nivåer. En anledning är att befolkningstillväxten kraftigt har bromsat in, en annan att byggkostnaderna väntas vara fortsatt höga. Det talar för att det kommer bli tuffare konkurrens mellan jobben i byggsektorn och att även antalet sysselsatta i byggbranschen stabiliseras på en ny lägre nivå, läs om byggutsikterna i artikeln Bostadsmarknaden.

Bopriser stiger återigen, men tar tid nå toppnivå

Bostadspriserna har i princip varit oförändrade det senaste året och vi ser nu framför oss en svagt stigande trend som inleds framåt sommaren. Utbudet av bostadsobjekt till salu är förvisso mycket högt men vi ser inte mycket som talar för att säljarna ska sänka sina prisförväntningar drastiskt. Snarare tenderar förbättrade framtidsutsikter och lägre ränteförväntningar hos hushåll följas åt av stärkt köpkraft och ökad omsättning. Vår prognos är att bopriserna ökar med i genomsnitt ca 0,5 procent i år och går mot att öka i takt med hushållens disponibla inkomst 2026. Det är svagt i ett historiskt perspektiv, vilket till stor del förklaras av högre räntekostnader och begränsade möjligheter för hushållen att ta på sig mer skuld.

Det är framför allt för bostadsrättsägare och småhusägare som boendekostnaderna har ökat de senaste åren. Hyresrättsinnehavare lägger dock i genomsnitt fortfarande något större andel av sin inkomst på boende, läs mer i bostadsmarknadsartikeln. Framöver räknar vi med att boendekostnaderna sjunker för de med ägd bostad och att skuldkvoten planar ut. Regeringens föreslagna höjning av bolånetaket och den statliga utredningen kring bland annat flexiblare amorteringskrav talar för att lättnader kommer på det området, men sannolikt bara givet att man gör bedömningen att skuldsättningen inte ånyo tar fart.

Högre skuld, men fortsatt låga räntekostnader

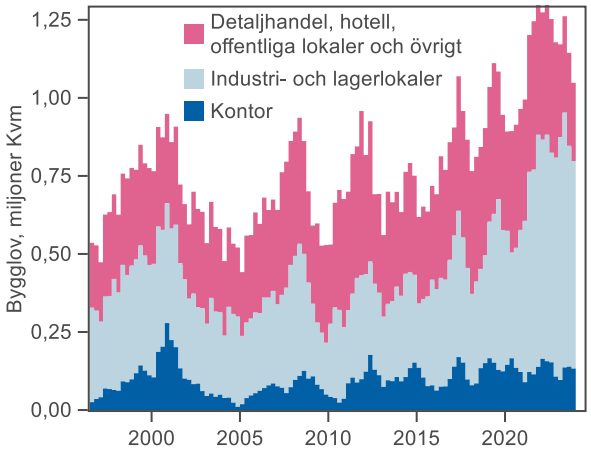


Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

Nya krav sätter energiprestanda i fokus

Vid sidan av fallet i byggstarter och renoveringar av bostäder går övriga investeringar relativt bättre. Stora investeringar är kopplade till Norrland och den gröna omställningen, vilket har gett en skjuts till nybyggnationen av industri- och lagerlokaler de senaste åren och lyft investeringsutsikterna för det kommande decenniet. Dessutom kräver många lokaler, inte minst kontorslokaler, renoveringar för att bli ändamålsenliga och eftertraktade. Och därtill lyfter vi i denna rapport ett fortsatt stort fokus på byggnaders energiprestanda, som bidrar till ökad renoveringstakt framöver.

Byggandet i kommersiella fastigheter stabilt



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken

I december nådde EU en preliminär överenskommelse om högre krav kring byggnaders energikonsumtion och klimatpåverkan. Kraven gällande befintliga fastigheters energiprestanda är överlag i linje med våra förväntningar, med mer stringenta krav för lokalbyggnader än för bostäder. Detaljer kring implementering på svensk nivå saknas ännu, men kraven till 2030 och 2035 på bostäder verkar inte innebära några dramatiska effekter i relation till observerad historisk takt för energieffektivisering i bostadsbeståndet. Med det sagt ser vi fortfarande framför oss att energiprestanda får allt större påverkan på en byggnads attraktivitet och värdering än vad som varit fallet historiskt, både för lokalbyggnader och bostäder, då vi väntar oss att krav kring detta kommer att fortsätta att skärpas. Där ett ökat fokus på energisäkerhet och ökat behov av el kopplat till elektrifieringen av många sektorer är två ytterligare drivkrafter för detta, samt nya krav kring hållbarhetsrapportering som ökar intresset för byggnaders klimatpåverkan bland hyresgäster.

Detta skapar i sin tur risker på nedsidan för aktörer som inte lever upp till kraven, men även på uppsidan för de som har förutsättningar att investera i energieffektiviserande renoveringar.

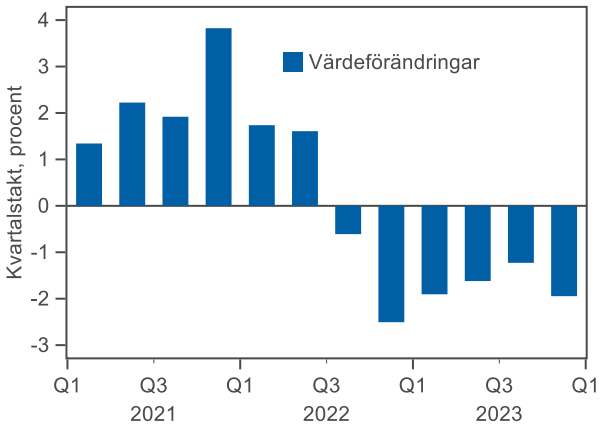
Kreditmarknaden tinar långsamt

Den stora nedgången i långräntor och fastighetsbolagens kreditspreadar mot slutet av 2023 i kombination med att kreditvärderings-instituten visade sig vara mer flexibla än vi tidigare trott gjorde att fastighetsbolagen gick från iskalla på obligationsmarknaden till att bli eftersökta av investerarna, i alla fall på den svenska marknaden. Pressen på kreditbetygen har minskat för en stor grupp av bolag som har sina balansräkningar under kontroll. Hittills är det framförallt den svenska marknaden som visat sig välvillig till att finansiera fastighetsbolagen och vi tror att sektorn under 2024 kommer att kunna refinansiera en stor del av sina förfall. Investerare ser fortsatt värde i kreditspreadar, i alla fall när man känner förtroende för kreditbetygen. Vår bedömning är att kreditspreadarna för fastighetsbolag kan fortsätta att närma sig bolag i andra sektorer. Vi är generellt positiva till kreditmarknaden och tror på minskande kreditspreadar under 2024.

Fastighetsvärden sjunker, men inte länge till

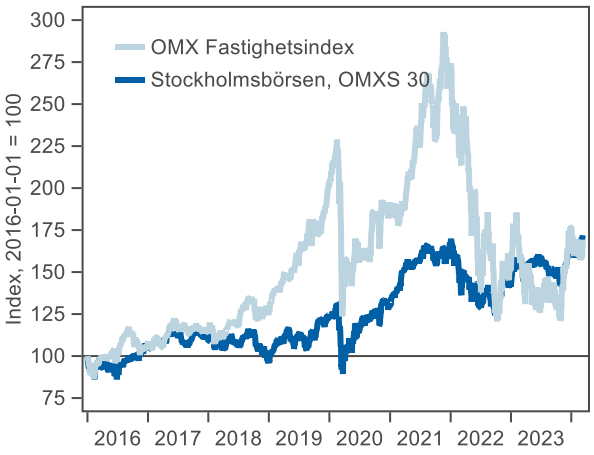
Kommersiella fastighetsvärden har sedan mitten av 2022 sjunkit med i genomsnitt ca 10 procent. Enligt MSCI har fastighetsvärdena sjunkit i samtliga segment, dock klarade sig kontor något bättre än industri och bostadsfastigheter 2023. Pressen på bolagens räntetäckning fortsätter under 2024 men får inte så stor påverkan som vi tidigare trott, delvis eftersom kreditvärderingsinstituten visat sig oväntat flexibla med sina krav. Nedgången i långräntor har också lättat den finansiella pressen på den kommersiella fastighetssektorn.

Fastighetsvärden har sjunkit cirka 10 procent



Anm.: Värdeförändringar jmf. med ingående värde
Källor: Sedis och Handelsbanken

Snabba kast i fastighetsaktier



Källor: Macrobond, Nasdaq OMX Nordic och Handelsbanken

Hittills har låga vakanser och höjda hyror gjort att det operationellt sett ganska stabilt ut. Men tittar vi framåt räknar vi med stagnerande hyror och något stigande vakanser. Vi räknar med ytterligare nedskrivningar av fastighetsvärden och att transaktionsmarknaden överlag kommer att bli aktivare under 2024 i takt med att förutsättningarna förbättras. Med ytterligare nedskrivningar ökar pristransparensen, dvs det blir lättare för köpare och säljare att mötas om pris. Dessutom gör fortsatt stigande direktavkastning, inte minst relativt finansieringskostnader när rörliga räntor vänder neråt, att kalkylerna ser mer attraktiva ut för potentiella köpare. Vi står kvar vid vår syn om en genomsnittlig värdeminskning från toppen 2022 med ca 15 procent.

Aktiemarknaden kastas fram och tillbaka

2023 innebar snabba och många svängningar i sentiment, aktiekurser och aktievärdering där räntevolatilitet och centralbankskommunikation gjorde stora avtryck på aktiemarknaden. Den kanske mest remarkabla kursrörelsen fick vi under årets sista månader med uppgång för fastighetsindex med över 40 procent från slutet av oktober fram till årsskiftet, med en viss tillbakagång under inledningen av 2024. Det är uppenbart att investerare tog fasta på kommande räntesänkningar och blåste faran över för den hårt ränteansatta sektorn men riktningen nu, på en högre värderingsnivå, är svårbedömd. Den tidigare euforin från fallande räntor har dämpats i takt med att räntor rekylerat uppåt. Fokus skiftar nu mot hur konjunkturförloppet och vilka effekter det får på fastighetsbolagen, där vi ser både möjligheter och risker.

Vi noterar att fastighetsaktierna överlag fortsatt värderas till en rabatt i förhållande till substansvärden, vilket enligt vår mening är rimligt givet utsikterna kring vinsttillväxten, som ser ut att stagnera eller till och med vara negativ 2024. I genomsnitt värderas aktierna i sektorn med en substansrabatt om 10 procent baserat på rapporterade värden i det fjärde kvartalet med en median på 18 procent vilket justerar för ett par aktier med mycket hög värdering.

Bostäder och kontor handlas med betydande rabatter, då investerare dels bekymrar sig över belåningsgrader (bostäder), dels efterfrågan (kontor). Det tungt vägande kontorssegmentet värderas i snitt till 23 procent rabatt, vilket implicerar en teoretisk rabatt mot rapporterade värden om cirka 13 procent. Det är inte en krisvärdering, enligt vår mening, då vi räknar med ytterligare värdejusteringar under året som en fördröjd effekt av de högre finansieringskostnaderna. Bostadsägande fastighetsbolag dras fortfarande med sektorns största värderingsrabatter trots att de lågavkastande tillgångarna har sett tämligen stora värdenedgångar under 2023 när avkastningskrav ökat från mycket låga nivåer, i kombination med lägre hyresökningar än för det kommersiella fastigheter.

Enligt vår mening påverkar internationella investerares syn på sektorn prisbild och värderingar överdrivet negativt. En mer nyanserad bild över tid talar för en mindre negativ inverkan på aktiepriser på basis av skeptiska, utländska investerare. Vi är, efter årets aktieprisfall, betydligt mer positiva till fastighetsaktier än för några månader sedan. Kombinationen med vinsttillväxt redan 2024 i flera fall, låg värdering i enskilda aktier och en hanterbar operationell risk gör att vi nu är något överviktade mot rekommendationerna Köp/Outperform.

Ljusning i sikte för skuldtyngda hushåll

Hushållens ränteförväntningar har börjat sjunka och från andra halvåret i år räknar vi med att de rörliga snitträntorna på bolån gradvis sjunker, ner mot omkring 3,5 procent 2026. Efter en trevande inledning på året räknar vi med att bopriserna vänder upp under 2024, men att det dröjer in i 2026 innan de stiger i takt med inkomsterna. Ett sänkt bolånetak kan underlätta för fler att köpa en bostad men också bidra till något högre bostadspriser. Nyproduktionen tyngs av höga byggkostnader och svag efterfrågan, men antal byggstarter växer nära i linje med det demografiska tillskottet 2026, enligt vår prognos.

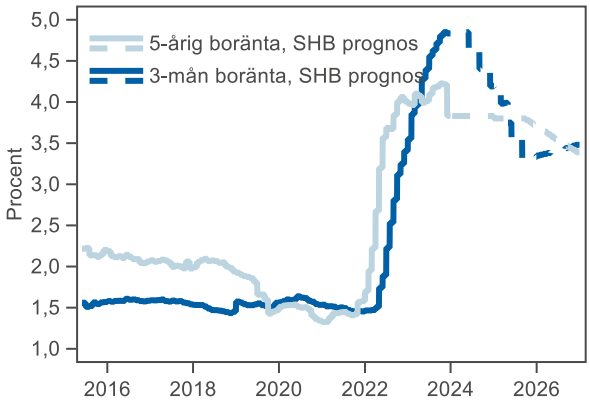
Utvalda slutsatser

- Boräntorna sjunker mot slutet av året och såväl rörliga som bundna boräntor uppgår till omkring 3,5 procent 2026.
- Vi räknar med att bopriserna börjar öka från andra kvartalet i år, med i genomsnitt ca 0,5 procent under 2024 och nära 3 procent nästa år. Det dröjer därmed länge innan bopriserna är uppe på tidigare rekordnivå.
- Regeringen överväger att höja bolånetaket och en översyn av amorteringskraven är inledd. Lättnader i kraven kan leda till fler bostadsköp, men också till högre bopriser.
- Efter det stora raset i påbörjade bostäder ser vi en stabilisering på en lägre nivå, i linje med befolkningstillväxten. Men det finns risk att bostadsbristen förvärras i storstäderna.

Majoriteten av bolånetagarna väljer rörligt bolån

Två tredjedelar av utestående bolån har en kvarvarande löptid på max 3 månader och den stora majoriteten av nya bolånetagare väljer rörligt bolån, trots att rörliga bolån idag ligger högre än bundna. Men hushållens ränteförväntningar indikerar att hushållen ser framför sig sjunkande korta räntor, i linje med vår prognos för styrräntan. Samtidigt finns det fortsatt stor osäkerhet kring var styrräntan och därmed rörlig boränta kommer ligga på något års sikt, där dock risken för högre inflation och räntor har minskat på senare tid. Vår prognos är att såväl rörliga boräntor som de med längre löptider kommer gå mot omkring 3,5 procent i slutet av 2026. Det betyder att hushållens räntekostnader har mer än fördubblats jämfört med före inflationsuppgången. Även den genomsnittliga räntan för bostadsrättsföreningar har stigit kraftigt och räntekostnaderna väntas fortsätta stiga i takt med att bundna lån löper ut. Nya bostadsrättsföreningar har en betydligt högre belåningsgrad än äldre, vilket gör dem mer påverkade av stigande räntor och de kan behöva höja avgifterna mest. Äldre föreningar har dock en lägre genomsnittlig ränta i dagsläget och kan procentuellt sett få en större ökning av ränteutgifterna när de bundna lånen löper ut.[1]

Boräntor vänder ner



Anm.: Här antas att att skillnaden mellan marknadsräntor och boräntor går mot ett genomsnitt för de tre senaste åren.
Källor: Macrobond och Handelsbanken

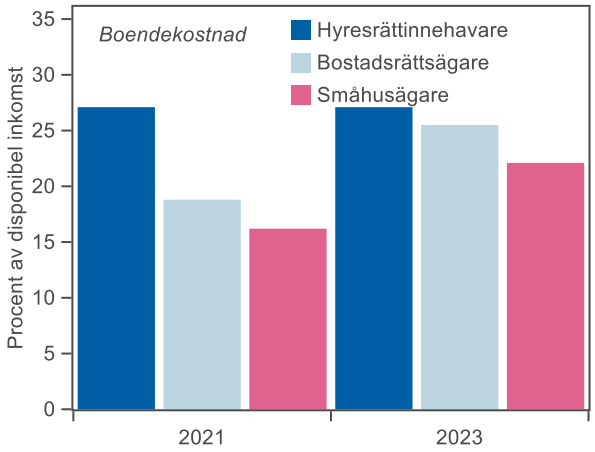
Sedan början av 2021 har småhus- och bostadsrättsägares boendekostnader stigit med nästan 50 procent till följd av framför allt högre boräntor och delvis även ökade elpriser. Samtidigt har boendekostnaderna för hyresrättsinnehavare enbart stigit med drygt 10 procent. Det betyder att skillnaden i boendekostnad mellan ägt och hyrt boende har minskat. För hyresrättsinnehavare ligger boendekostnaderna som andel av inkomst uppskattningsvis kvar på omkring 27 procent, medan bostadsrättsägarnas och småhusägarnas andel har ökat till cirka 25 respektive 22 procent.

Hyresrättsinnehavare lägger störst andel av sin inkomst på boende och ser stigande hyror

[1] Se SCB:s publikation Sveriges ekonomi – statistiskt perspektiv, nr 01-2024.

I takt med att räntekostnaderna sjunker ser det dock återigen lite ljusare ut för de som äger sitt boende. Många bostadsrättsinnehavare kan dock räkna med högre avgiftshöjningar än normalt kommande år vilket dämpar nedgången i boendekostnader något. För hyresrättsägares del blir det däremot inte billigare. Ifjol ökade hyrorna med i genomsnitt 4,1 procent och i år kan ökningen bli omkring 5 procent.

Allt dyrare för småhus- och bostadsrättsägare

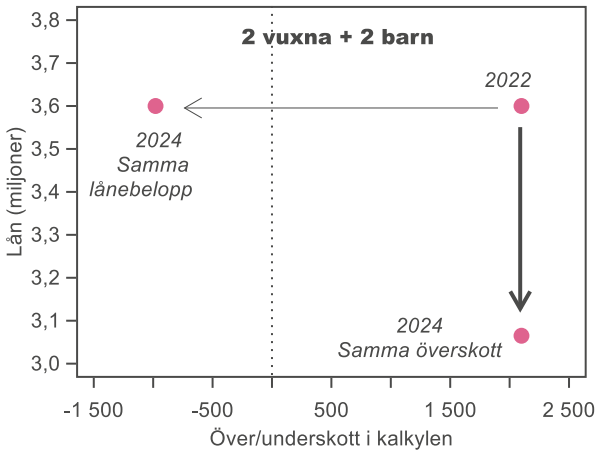


Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

Hushållen kan låna mindre än tidigare

Bankernas så kallade ”Kvar-att-leva-på”(KALP)-kalkyler har stramats åt av det högre kostnadstrycket. Kalkylen ligger till grund för bedömningen av betalningsförmågan hos nya bolåntagare och hur stort bolån en ansökande kan få. I kalkylen ingår en kalkylränta som ska ta höjd för eventuella framtida räntehöjningar. Efter 2020 var det en press ner i dessa kalkylräntor, men sedan 2022 har trenden snarare gått åt andra hållet. I dagsläget ligger storbankernas kalkylräntor på omkring 7 procent, cirka en procentenhet högre jämfört med för två år sedan. Vid sidan av detta räknar bankerna på hushållens levnads-omkostnader, delvis utifrån Konsumentverkets schablonkostnader. Dessa har stigit mer än lönerna de senaste två åren. Det finns även ett inslag av bedömning i kreditprövningen och det är vanligt att banken kräver ett visst överskott i kalkylen, åtminstone om belåningsgraden blir hög och det saknas andra tillgångar. Sammantaget betyder högre räntor och levnadskostnader att bolånekalkylen i praktiken blir tuffare och att den möjliga utlåningen till hushåll stramats åt. Vårt räkneexempel visar att ett typhushåll med två vuxna och två barn idag kan låna ca 540 000 kr mindre, jämfört med 2022.[2]

Bolånekalkylen har stramats åt sedan 2022



Källor: Konsumentverket, SCB och Handelsbanken

Höjt bolånetak inte avgörande för storstäderna

De tuffare förutsättningarna för bostadsspekulanter, inte minst förstagångsköpare, och den mycket låga aktiviteten både på marknaden för befintliga och nyproducerade bostäder har bidragit till ett förnyat fokus på bostadspolitik och de makrotillsynsverktyg som Finansinspektionen (FI) infört. Nyligen har Regeringen föreslagit att bolånetaket ska höjas från 85 till 90 procent. Det är dock något som dess expertmyndighet, Finansinspektionen, motsätter sig och råder till att invänta den större utredningen kring amorteringskrav och bolånetak som ska slutredovisas senast i slutet av oktober i år. Vi tror att regeringen inte kommer gå emot sin expertmyndighet i nuläget men det är troligt att det kommer någon form av lättnad av reglerna framöver, inte minst med fokus på att sänka trösklarna för unga in på bostadsmarknaden.

I det korta perspektivet kan höjt bolånetak underlätta för hushåll, främst förstagångsköpare, att köpa en bostad. Tiden det tar att spara ihop till kontantinsatsen minskar påtagligt. Men köparnas möjlighet att dra nytta av ett höjt bolånetak varierar beroende på priset på bostaden som efterfrågas i förhållande till inkomsten.

I grafen nedan illustrerar vi ett exempel för en ung vuxen som vill köpa en bostad för 1 600 000 kr (ungefärliga maxpriset en ung vuxen kan köpa för med medianinkomsten i Sverige). Ett höjt bolånetak från 85 till 90 procent skulle medföra att kravet på kontantinsats sjunker från 240 000 kr till 160 000 kr.

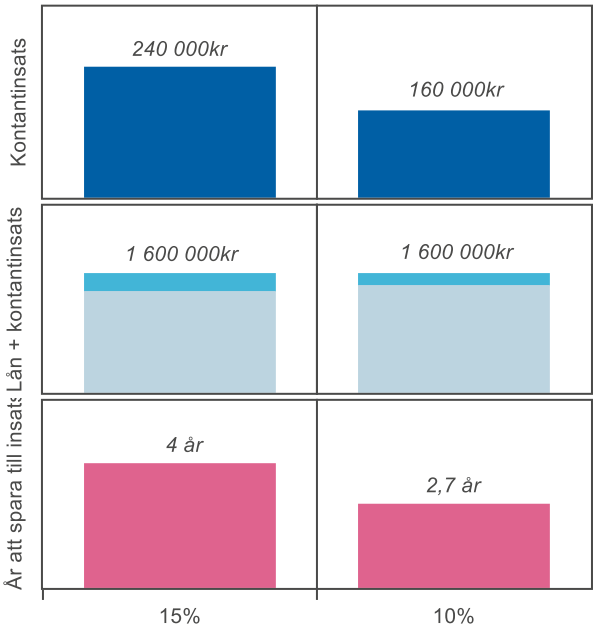
[2] Vi antar att detta hushåll har medianlöner för respektive år (om totalt ca 73 900kr för 2024). För ett överskott i kalkylen på ca 2000 kr, vilket vi anser kunna representera ett normalt överskott, fick detta hushåll låna 3 600 000 kr år 2022. Samma lånebelopp för 2024 visar i år ett underskott på ca 1000 kr och går därmed inte ihop.

Om vi antar att en ung vuxen med medianlön kan spara 5000 kr i månaden så skulle tiden det tar att spara ihop till kontantinsatsen sjunka med en tredjedel, från ca 4 till 2,7 år. Om personen ifråga däremot efterfrågar en dyrare lägenhet påverkar det höjda bolånetaket inte möjligheten att köpa bostaden då bolånekalkylen inte går ihop, dvs lånebeloppet i förhållande till inkomsten blir för hög och det blir för lite kvar att leva på.

Samtidigt kommer hushåll med högre inkomster inte begränsas av bolånekalkylen i samma utsträckning, vilket innebär att denna inkomstgrupp fortsatt kommer kunna låna mer och efterfråga dyrare bostäder. Som följd riskerar det dyrare segmentet av bostadsmarknaden, däribland Stockholm, bli än mer oåtkomligt för låginkomsttagare.

Sammantaget bedömer vi att det är sannolikt att ett höjt bolånetak skulle bidra till något högre skuldsättning och i förlängningen bostadspriser. Och att skuldkvoten och räntekänsligheten skulle stiga bland såväl låg-som höginkomsttagare. Tröskeln in på bostadsmarknaden skulle dock förbli hög, inte minst i storstäder. Och effekten, både på möjligheten att få lån och på bostadspriser, är sannolikt begränsad.

Höjt bolånetak - illustrerat



Anm: Baseras på medianinkomsten för 2022 i åldern 25-29 år. Justerat för löneglidning 2023 och vår löneprognos för 2024.
Källor: Macrobond, Konsumentverket, Booli, FI, SCB och SHB

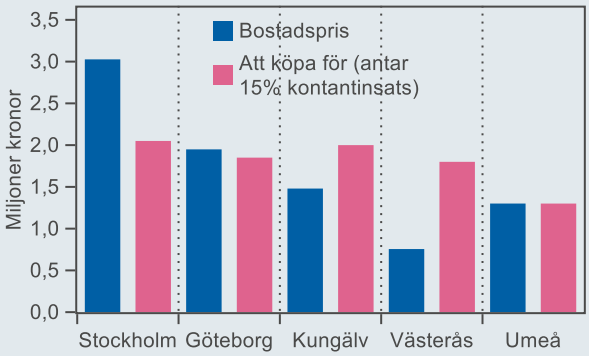
Bostadspriserna vänder långsamt upp

Mindre låneutrymme och högre boendekostnader än tidigare talar mot att vi får se en snabb återhämtning i bostadspriserna. Men vi räknar ändå med att priserna börjar öka igen framåt sommaren.

Höjt bolånetak får inte effekt i alla städer

Om kontantinsatsen är problemet för köparen kan höjt bolånetak underlätta, men i många fall är det bolånekalkylen som inte går ihop då bostadspriserna är för höga i förhållande till inkomsterna. Detta gäller inte minst i storstäder vilket framgår i grafen nedan, där den rosa stapeln är hur mycket en ung vuxen kan köpa för med medianinkomst i respektive stad, och den mörkblå stapel är snittförsäljningspriset av små lägenheter i respektive stad.

Bostadspriser och maxbelopp att köpa för



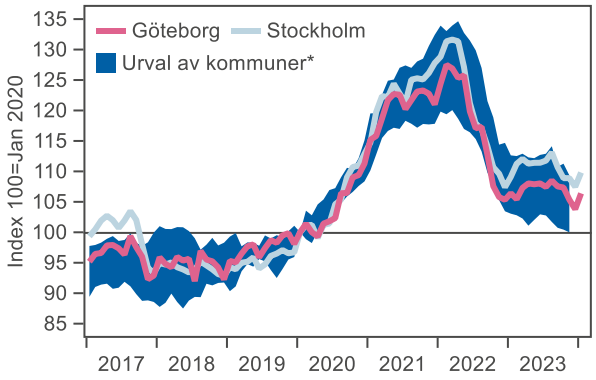
Anm: Baseras på medianinkomsten för 2022 i åldern 25-29 år. Justerat för löneglidning 2023 och vår löneprognos för 2024. Snittförsäljningspriset av små lägenheter (<40kvm) under Q4 2023 i respektive kommun.
Källor: Booli, Konsumentverket, SCB och Handelsbanken

I grafen ser vi att bostadspriserna i Stockholm och Göteborg är högre än vad en ung vuxen med medianlön och 15 procent kontantinsats kan köpa för. I Kungälv och Västerås är bostadspriserna lägre och i Umeå är priserna i linje med maxbelopp att köpa för. Vi tar med oss följande slutsatser:

- Höjs bolånetaket till 90 procent har det inte en uppenbar effekt på ungas möjlighet att ta sig in på bostadsmarknaden i Göteborg och Stockholm då de med medianinkomst inte har möjlighet att öka sin belåning i förhållande till sin inkomst.
- I Kungälv och Västerås skulle ett höjt bolånetak innebära att det går fortare att spara till kontantinsatsen, eller att samma kontantinsats räcker till ett dyrare boende. Som resultat skulle tröskeln bli lägre.
- Höjs bolånetaket till 90 procent stiger även räntekostnaderna i bolånekalkylen. I Umeå, där kalkylen idag precis går ihop, riskerar stigande räntekostnader till följd av en högre belåningsgrad att pressa kalkylen. Höjt bolånetak medför därmed nödvändigtvis inte en lägre tröskel.

Prisutvecklingen har det senaste halvåret varit nära i linje med förväntan och efter mer än ett år med i stort sett oförändrade priser ser vi risken för en förnyad prisnedgång som relativt liten givet vår prognos för BNP och räntor. Den stabila trenden i bostadspriserna det senaste året syns över hela landet, med prisnivåer som i dagsläget ligger något över de priser som sågs i början av 2020. De senaste åren har visat att inte ens snabba ränteförändringar nödvändigtvis leder till stora skillnader i boprisernas utveckling i olika regioner.

Småhuspriserna har stabiliserats på många håll



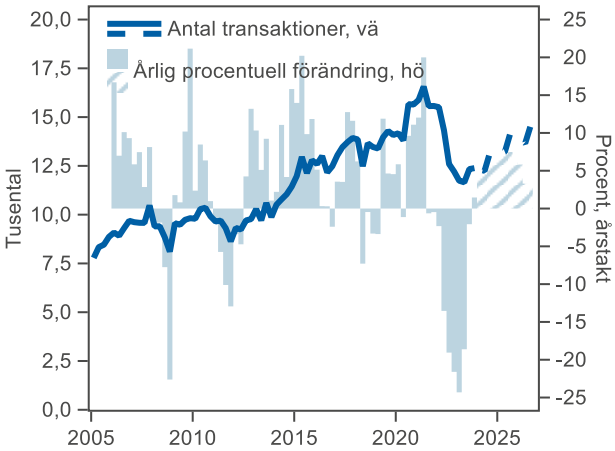
Anm.: Glidande medelvärden. *Sundsvall, Umeå, Uppsala, Norrköping, Linköping, Västerås, Örebro, Jönköping, Gävle, Borås, Karlstad.
Källor: Macrobond, Valueguard och Handelsbanken

Det avvaktande läget på bostadsmarknaden har hållit i sig och utbudet av bostäder till salu är högt jämfört med hur det har sett ut de senaste tio åren. Uppgången i antal bostadsobjekt som är till salu syns i samtliga Sveriges län och bland både villor och bostadsrätter. Det innebär att det tar längre tid att sälja en bostad än tidigare. Inbromsningen i nyproduktionen bidrar också till färre flyttkedjor och lägre omsättning på bostäder i det befintliga beståndet. Vår bedömning är att vi har lämnat lågräntеårens heta bostadsmarknad och att kommande årens bostadsmarknad präglas mer av höga boendekostnader och lugnare aktivitet.

Längre försäljningstider och fler objekt till salu det nya normala?

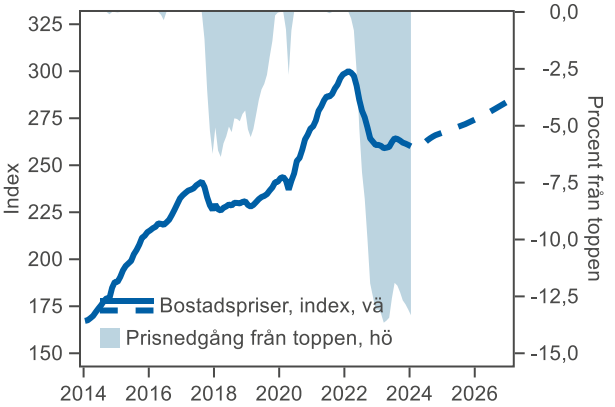
Med det sagt, bedömer vi nu att vi befinner oss i en vändpunkt. Att reallönerna, timlönerna justerad för inflationen, återigen börjar öka efter det historiskt stora fallet och att hushållens ränteförväntningar faller tillbaka talar för det. Hushållens tillförsikt om framtiden har också ljusnat. Även konsumentförtroendet fortfarande är mycket lågt, har synen på 12 månaders sikt uppenbart förbättrats, både avseende landets och egen ekonomi. De senaste månaderna har vi också sett en viss uppgång i försäljningsaktiviteten, främst för småhus. Vi räknar således med en gradvis ökad aktivitet på bostadsmarknaden samt att bopriserna snart åter börjar öka efter den trevande starten på året. Vår prognos är att bopriserna ökar med i genomsnitt 0,5 procent 2024 och nära 3 procent 2025.

Aktiviteten ökar när framtidstron stärks



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Priserna vänder upp, men tar tid nå toppnivåer



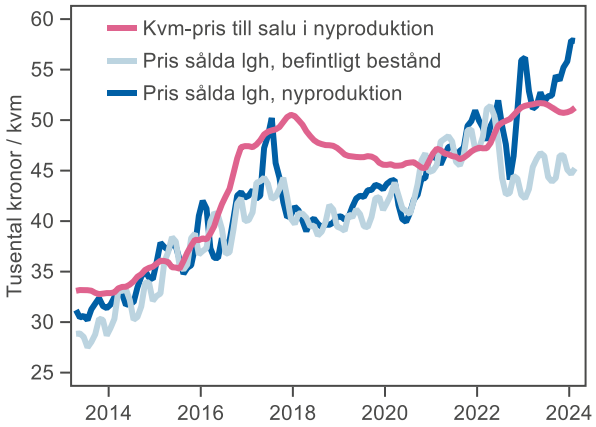
Anm.: Säsongsjusterad förändring, prisnedgång sedan toppnivån.
Källor: Macrobond, Valueguard och Handelsbanken

Stort ras i nyproduktion och försäljningstakt

Försäljningen av nyproducerade lägenheter går trögt. I genomsnitt tar det ungefär dubbelt så lång tid att sälja en lägenhet i nyproduktion nu jämfört med historiskt genomsnitt sedan 2013. Den främsta anledningen är rimligen den allmänt svaga köpkraften och efterfrågan på att flytta. Men en bidragande faktor kan vara att priserna på nyproducerade bostadsrätter ligger förhållandevis högt. Data från Booli Pro tyder överraskande nog på att genomsnittspriset på sålda lägenheter i nyproduktion har fortsatt att stiga. Minst lika intressant är hur det ser ut för dem som nu ligger ute

till försäljning och även dessa ser relativt dyra ut i förhållande till befintliga bostäder. Efterfrågan på nyproducerade bostäder har dock fallit samtidigt som byggbolagen stannat upp nya projekt, vilket innebär att antalet nyproducerade objekt till salu har förblivit på en historiskt genomsnittlig nivå. Utvecklingen skiljer sig därmed från det som hände 2017, då hushållens betalningsförmåga försvagades av skärpt amorteringskrav och utbudet av osålda nyproducerade bostäder, inte minst dyra sådana, steg kraftigt.

Priser på nyproducerade bostäder relativt höga



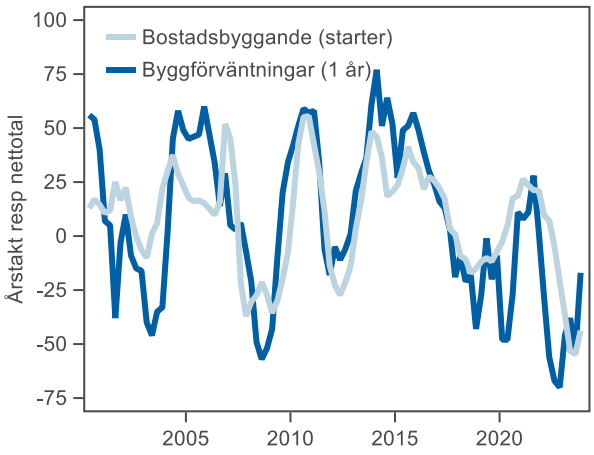
Anm.: Kvm-priser, tre månaders glidande medelvärde.
Källor: Booli Pro och Handelsbanken

Dramatiskt ras i bostadsbyggande

Inbromsningen i bostadsbyggandet är inget annat än dramatiskt, med mer än en halvering av antal byggstarter såväl i storstäderna som utanför. Det är också en kraftigare inbromsning än under finanskrisen. Noterbart är dock att bostadsbyggandet i Sverige tenderar att vara mer konjunktur- och räntekänsligt än i andra jämförbara länder. Det skulle dels kunna vara kopplat till den relativt höga skuldsättningen hos hushåll och kort räntebindningstid, men även till exempelvis finansieringsmodeller för bostadsrätter.

Enligt SCB:s statistik slutade byggstarterna dock att falla under slutet av 2023. Det stöds även av Byggfaktas byggstartsindikator som bottnade under hösten och har ökat svagt de senaste månaderna. Bygglovsansökningarna i fjärde kvartalet i fjol var dock mycket låga, inte minst i storstäderna där byggbehovet är som störst, och indikerade fortsatt utmanande tider för byggsektorn. Byggföretagen har dock blivit lite mindre pessimistiska kring utsikterna på ett år sikt.

Halvering av byggstarter men botten nära nådd

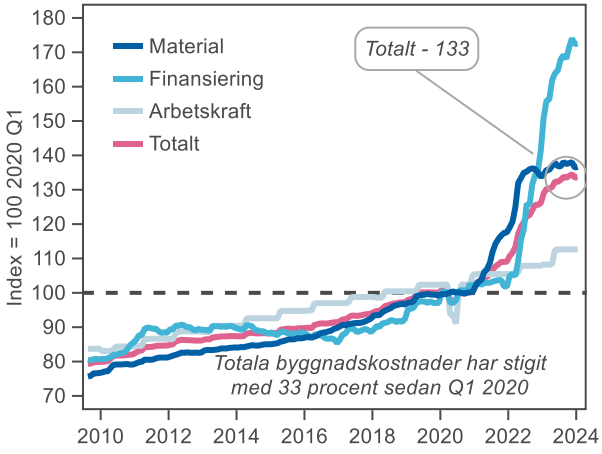


Källor: Macrobond, SCB, KI och Handelsbanken

Bostadsbyggandet stabiliseras på lägre nivåer

Givet byggkostnaderna, som är mer än 30 procent högre än i början av 2020, och den svalare efterfrågan räknar vi inte med någon snabb återhämtning för bostadsbyggandet. Även om vi ser framför oss en viss nedgång i finansieringskostnaderna bedömer vi att materialkostnader i mångt och mycket har stabiliserats kring en högre nivå. Det finns inte heller signaler om några större bostadspolitiska reformer kommande år för att tydligt stimulera byggandet.

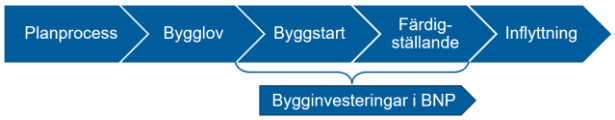
Byggnadskostnader flerbostadshus



Källor: Macrobond och Handelsbanken

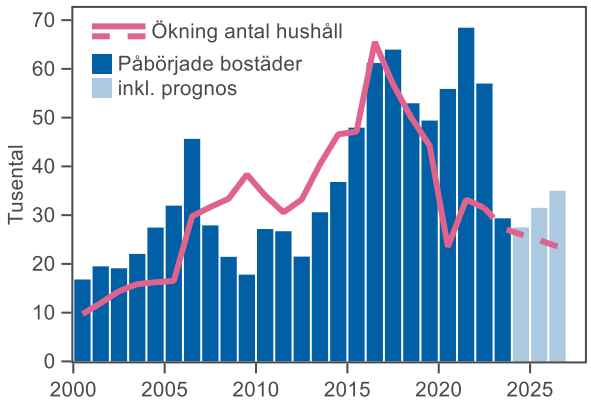
Vår prognos är att antal byggstarter uppgår till omkring 27 000 i år och gradvis ökar upp mot 35 000 2026. Inbromsningen i byggstarter innebär att bostadsinvesteringarna sjunker, med viss eftersläpning. Vår prognos är att bostadsinvesteringarna minskade med ca 22 procent ifjol och kommer minska med 11 procent i år. Det dämpar BNP-tillväxten med omkring 1 respektive 0,5 procentenheter 2023 och 2024.

Byggstart till färdigställande



Då befolkningstillväxten ökar betydligt långsammare framöver jämfört med de senaste årens snabba uppgång räknar vi med att antal bostäder per capita förblir kring dagens nivåer. Vi ser dock, trots detta, en risk för att det kan komma att byggas för lite i storstäderna där byggbehovet är som störst. Enligt Boverket är omkring 70 procent av byggbehovet kopplat till storstadsområdena. En lägre byggtakt framgent talar dessutom för en lägre sysselsättning i byggsektorn även på några års sikt och att det kan bli lättare att få tag på hantverkare jämfört med tidigare, läs mer om arbetsmarknaden i översiktsartikeln.

Tuffa förutsättningar för bostadsbyggare



Anm.: SCB:s befolkningstillväxt, antar i genomsnitt 2,2 personer per hushåll.
Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

Renoveringsvåg och strandade tillgångar?

EU har nått en överenskommelse om högre krav kring byggnaders klimatpåverkan. Kraven gällande befintliga fastigheters energiprestanda är mer stringenta för lokalbyggnader jämfört med bostäder och i överlag i linje med våra förväntningar, men vi finner det sannolikt att krav kommer att fortsätta skärpas. I ljuset av detta, kombinerat med förväntningar om stigande elpriser, fortsätter vi att vänta oss att energiprestanda kommer att ha en större påverkan på byggnaders attraktivitet och värdering än vad som varit fallet historiskt. Något som skapar risker på nedsidan för aktörer som inte lever upp till kraven, men även på uppsidan för de som har förutsättningar att investera i energieffektiviserande renoveringar.

Utvalda slutsatser

- Nya EU-krav kring byggnaders energiprestanda i linje med våra förväntningar för befintliga fastigheter.
- Stora skillnader mellan bolag gällande fastighetsportföljens energiprestanda.
- Energiprestanda blir allt viktigare för fastigheters attraktivitet och värdering, med risk både på upp- och nedsidan beroende på möjligheter att energieffektivisera.

Överenskommelse om nya krav på EU-nivå

I december 2023 nådde EU:s lagstiftande instanser en preliminär överenskommelse gällande nya, mer stringenta krav för byggnaders energikonsumtion och klimatpåverkan under direktivet om byggnaders energiprestanda (EPBD). Sista steget är att direktivet ska antas formellt innan det kan träda i kraft, vilket väntas ske nu i början av 2024.

EPBD är ett omfattande paket som berör alltifrån energiprestanda och energiklassning till installation av solpaneler och elbilsladdare. Den del som fått mest uppmärksamhet är, som vi lyfte i Fastighetsrapporten från november, krav på befintliga byggnaders energiprestanda där det framförallt rått oenighet kring kraven för bostäder. Som väntat är de slutgiltiga kraven mer flexibla än EU-kommissionens ursprungliga förslag, med betydligt mer rum för nationell anpassning, speciellt gällande bostäder. Något som bland annat Sverige förespråkat starkt och där regeringen benämnde utfallet som en ”framgång för Sverige”.

I linje med våra förväntningar ställer man högre krav på lokalbyggnader jämfört med bostäder. För bostäder ställs krav på förbättringar på aggregerad nivå istället för varje enskild byggnad, där den genomsnittliga energikonsumtionen för hela det nationella bostadsbeståndet ska förbättras med en viss procent till ett visst datum. Hur man når dessa mål är upp till varje land, men 55 procent av denna minskning måste komma ifrån att man renoverat bostäder i de sämsta energiklasserna. För länder som kommit långt i sin omställning till fossilfri energi finns det också en möjlighet att justera procentsatsen för minskad energikonsumtion för att ta hänsyn till lokala förutsättningar.

Energiprestandakrav för befintliga byggnader

Bostäder	Lokalbyggnader
• Minska genomsnittlig primärenergianvändning med 16 procent till 2030.	• Primärenergianvändning är lägre än de 16 procent av byggnadsstocken med sämst energiprestanda till 2030.
• Minska genomsnittlig primärenergianvändning med 20-22 procent till 2035.	• Primärenergianvändning är lägre än de 26 procent av byggnadsstocken med sämst energiprestanda till 2033.
• Genomsnittlig primärenergianvändning minskas från och med 2040, och vart femte år därefter, i linje med omvandlingen till ett nollutsläppsbestånd*.	• Mer stringenta tröskelvärden för 2040 och 2050 i linje med omvandlingen till ett nollutsläppsbestånd*.

* Nollutsläppsbyggnad: en byggnad med mycket hög energiprestanda som inte producerar CO_2-utsläpp på plats från fossila bränslen. Basår 2020.
Källor: EU-parlamentet, EU-rådet och Handelsbanken

När det gäller lokalbyggnader ställs det krav på varje enskild fastighet i form av så kallade minimistandarder eller MEPS. I detta fall lämnar man också rum för nationell anpassning i termer av tröskelvärden för vilka byggnader som har sämst energiprestanda. Detta gör att skillnader i krav för olika energiklassningar mellan länder inte blir ett problem då man inte kopplar kraven direkt till energiklass.

Påverkan på fastighetssektorn i Sverige

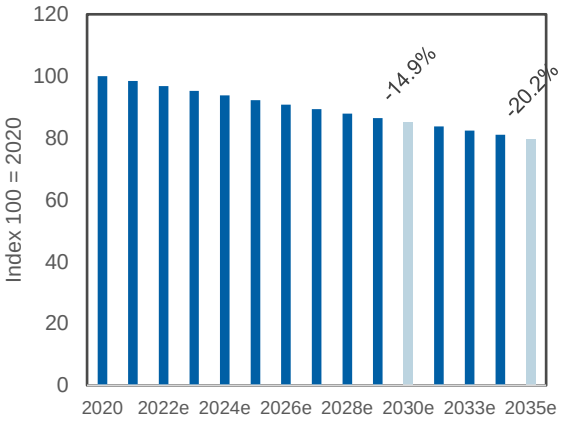
Även om det nåtts en överenskommelse på EU-nivå är det fortfarande svårt att säga vad kraven exakt kommer att innebära i termer av vilka byggnader som påverkas och hur, framförallt för bostäder. Detta beror på att det är upp till varje land att ta fram en

plan för implementering, vilken ska vara klar inom två år från det att regelverket trätt i kraft (med andra ord borde mer information komma mot andra halvan av 2024 eller under 2025).

Inga dramatiska effekter på bostäder vid första anblick, men detaljer om svensk implementering återstår

Vi finner dock att dessa krav inte ser ut att innebära några dramatiska effekter gällande renoveringstakten för bostäder. I en analys från det statliga forskningsinstitutet RISE finner man att den observerade energieffektiviseringen i bostadsbeståndet fram till 2021 varit knappt 1,9 procent per år för småhus och cirka 1 procent årligen för flerbostadshus, vilket tillsammans ger en årlig takt på cirka 1,6 procent. Utgår man från att denna historiska trend fortsätter ser kraven om att minska den genomsnittliga energianvändningen inte ut att vara allt för högt ställda för bostäder i en svensk kontext.

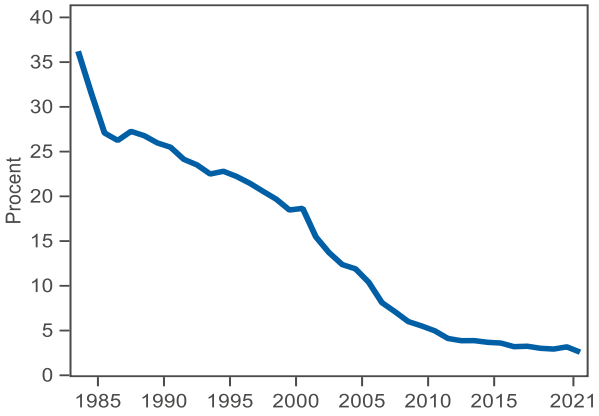
Energieffektiviseringstakt bostäder



Anm: Extrapolerad trend baserad på observationer till 2021
Källor: RISE och Handelsbanken

Faktumet att länder tillåts justera minskningstakten om man kommit långt i sin omställning till fossilfri energi är sannolikt en förmildrande faktor för Sverige, där EPBD föreskriver att detta är tillåtet om den genomsnittliga andelen fossil energi som används i bostadsbeståndet är under 15 procent. I Sverige var den direkta energianvändningen från fossila bränslen 3 procent 2021.

Andel fossila bränslen i svenska bostäder



Källor: Energimyndigheten, SCB och Handelsbanken

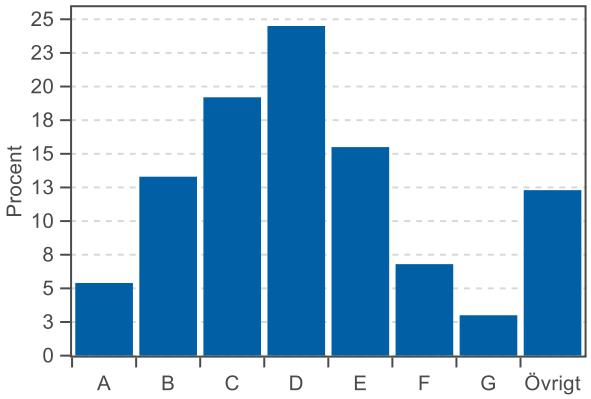
För lokalbyggnader ställs det som sagt högre krav, där de totalt 26 procent sämsta i lokalbeståndet (i termer av energiprestanda) ska ha renoverats till 2033. Vart tröskelvärdet går för vilka fastigheter som är en del av dessa 26 procent behöver fortfarande specificeras på svensk nivå. Tröskelvärden ska baseras på tillgänglig data för den nationella stocken av lokalbyggnader per 1 januari 2020, samt statistiskt urval där det är lämpligt. Man kommer att ha olika värden beroende på byggnadstyp (likt strukturen för EU-taxonomins tröskelvärden). Även om vi ännu inte vet vad tröskelvärdena kommer att bli, ser vi det som sannolikt att byggnader med energiklass G och F kommer att beröras.

Nuvarande status i beståndet

För att få en bättre bild av nuvarande status gällande energiprestanda bland större fastighetsbolag har vi gjort en egen genomgång av 18 stycken svenska, börsnoterade fastighetsbolags bestånd. Där vi har gått igenom energideklarationerna för 2559 byggnader totalt.

På aggregerad nivå finner vi att det är en större andel som finns i de två högsta klasserna (18 procent) än i de två sämsta (10 procent) i termer av area. Dock är det stora skillnader mellan bolag, där spannet går ifrån att 0,1 procent av beståndet finns i klass F eller G för den med minst andel, till 57 procent av beståndet för bolaget med högst andel. Genomsnittlig andel i G och F, i termer av area, är 12,6% av fastighetsportföljen.

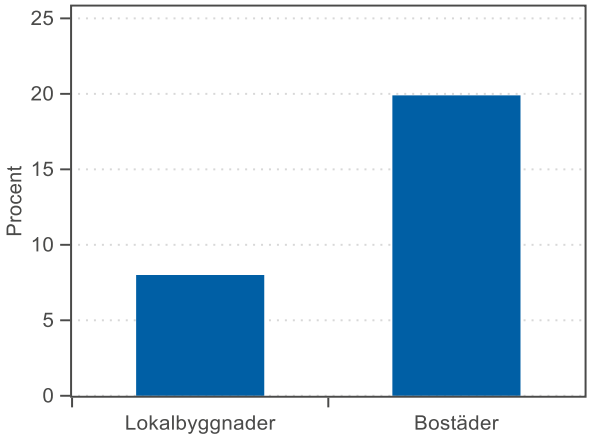
Resultat: Andel per energiklass (area)



Anm.: I kategoring "Övrigt" saknas data eller så har energideklarationen utgått
Källor: Boverket och Handelsbanken

Gällande olika kategorier av fastigheter finner vi att det är en större andel av bostadsbeståndet som ligger i de sämsta energiklasserna i vår screening jämfört med lokalbyggnader. En gemensam nämnare här är att flera av dessa bolag har som affärsmodell att renovera äldre hyresfastigheter när nuvarande hyresgäst flyttar, vilket delvis kan förklara att man har en större andel byggnader med renoveringsbehov även kopplat till energiprestanda.

Resultat: Andel i energiklass F eller G (area)



Källor: Boverket och Handelsbanken

Mörkertal finns

I vår screening finner vi att 12 procent av beståndet (i termer av area) saknar en energideklaration i Boverkets databas. Oftast har giltighetstiden gått ut, men i vissa fall lyckas vi inte hitta någon information alls. De flesta bolag saknar data för cirka 10-11 procent eller mindre, men för några har den andelen varit över 20 procent. Detta innebär att de finns ett mörkertal som både kan sänka och höja andelen som ligger i de två sämsta energiklasserna.

En energideklarations ålder är en annan faktor som påverkar kvalitén på data. En energideklaration är i nuläget giltig i 10 år, där vi finner en ökad risk för att energideklarationen inte reflekterar en byggnads verkliga prestanda desto äldre en deklaration är. Våra intervjuer med fastighetsbolag pekar på en lagg i data då det finns äldre energideklarationer man behöver uppdatera för att exempelvis reflektera renoveringar som gjorts eller vilken energibärare (el, fjärrvärme, fjärrkyla, biobränsle, fossil olja eller fossil gas) en byggnad har. Vid energieffektiviserande åtgärder finner vi att det dröjer minst ett år innan energideklarationen uppdateras, då man behöver data gällande energiprestanda för 12 månader. Därmed finns det en risk att nuvarande data i vissa fall överskattar renoveringsbehovet, där en del bolag vi pratat med påpekat att deras verkliga andel i de två sämsta energiklasserna är betydligt lägre en vad energideklarationerna visar idag.

Ett visst mörkertal på grund av energideklarationers ålder eller att data saknas helt

Dock finner vi att den data vi har tillgänglig idag från energideklarationer borde ge en någorlunda rättvisande bild, då 61 procent är utfärdade 2020 eller senare, medan endast fyra procent är från 2016 eller tidigare.

Risk eller möjlighet?

Nya krav på energiprestanda, med hot om uthyrningsförbud och böter om dessa inte efterföljs, innebär en risk för ökade renoveringskostnader jämfört med tidigare, samt negativa effekter på tillgångars värde om dessa inte renoveras. Omvänt kan tillgångar med bra energiprestanda se positiva effekter gällande värdering.

Svag koppling mellan energiprestanda och försäljningspris historiskt, men nya krav ändrar bilden framåt

Det finns redan idag studier som pekar på en viss prispremie för högre energiprestanda när det gäller försäljningspris. I svensk kontext pekar de flesta studier på en svag positiv effekt (mellan 0,8 till 3 procents skillnad i försäljningspris för en byggnad med energiklass A eller B jämfört med energiklass D) eller ingen påverkan alls. Dock utgår samtliga studier som vi funnit från data någon gång under perioden 2003 till 2019 (det vill säga innan revideringen av EPBD lades fram 2021).

Gällande kostnad att renovera finner vi att det är svårt att estimera på övergripande nivå, då det är en

stor variation i de kostnadsestimat som vi samlat in från installationsbolag, tekniska konsulter och fastighetsbolag (alltifrån 500 till 5000 kronor per kvadratmeter för att minska energikonsumtionen med 30 procent, beroende på en fastighets förutsättningar).

Kostnadsestimat/exempel för energirenovering*

Källa	SEK per m^2
Insamlade exempel/estimat från installationsbolag, tekniska konsulter och fastighetsbolag	500-5,000
RISE (flerbostadshus)	1,500
WSP (kontorsbyggnad)	1,100-1,300
Energimyndigheten & WSP (2015-års priser)	1,380

*Motsvarande en 30-procentig förbättring i energiprestanda.

Om vi utgår från en kostnad på 1000 kronor per kvadratmeter för att förbättra energiprestanda med 30 procent får vi att det totalt skulle kosta cirka 2 miljarder kronor att renovera alla kvadratmeter i klass F och G för de 18 bolag vi tittat på, vilket motsvarar cirka 8 procent av bolagens förvaltningsresultat 2022 på aggregerad nivå (men med stor variation mellan bolag, med intervall på 0 till 121 procent). Givet att status för byggnader ibland kan vara bättre än vad energideklarationen visar samt stora variationer i kostnader baserat på en byggnads förutsättningar, finner vi det dock svårt att dra några starka slutsatser från denna typ av kostnadsberäkning.

Men energirenoveringar är inte bara en kostnad. När vi tittat på kalkyler för energieffektiviserade åtgärder finner vi att det i många fall kan ha en attraktiv avkastning i form av sänkta operativa kostnader, samt potential att höja värdet på tillgången. Därmed finner vi att byggnader i de sämsta energiklasserna fortfarande är attraktiva givet att det finns ett kostnadseffektivt sätt att förbättra energiprestandan. Även om dessa kan komma att säljas till en rabatt, givet renoveringsbehov, ser vi att det kan innebära en affärsmöjlighet för bolag med finansiella förutsättningar att förvärva och renovera en sådan byggnad. Dock innebär dessa renoveringar alltid en investering, där vi finner att dagens ekonomiska läge för en del fastighetsbolag lämnar begränsat utrymme för investeringar.

Vi väntar oss inte några nya bidrag för lokalbyggnader

Just tillgång till finansiering lyfts ofta som en viktig faktor för att öka energieffektiviserande renoveringar. Idag finns det bidrag tillgängliga för denna typ av åtgärder till småhus i Sverige, men inga för flerbostadshus eller kommersiella fastigheter. EPBD innebär i sig inga nya pengar, även om man just nu arbetar med att kartlägga hur man kan tillgängliggöra mer finansiering till energieffektiviserade åtgärder. Vi väntar oss dock fler nationella initiativ. Ett exempel som vi redan sett är Frankrike som skjutit till mer pengar till landets fond för energieffektiviserande renoveringar, MaPrimeRénov', för 2024. I Sverige har vi inte sett några nya förslag ännu, men det är inte omöjligt att det kan komma något för flerbostadshus. Samtidigt som vi utgår ifrån att kommersiella fastighetsägare kommer att få stå för majoriteten av, om inte hela, renoveringskostnaden för sina fastigheter.

Drivkrafter för fortsatt ökande krav

Vi argumenterar för att energiprestanda kommer att ha en allt större påverkan på byggnaders attraktivitet och värdering än vad som varit fallet historiskt. Dels på grund av nya regler under EPBD i kombination med nya hållbarhetsrapporteringskrav som gör hyresgäster mer intresserade av byggnaders energiprestanda, men också för att vi väntar oss att lagkraven kommer att fortsätta att skärpas framöver. EU-kommissionen ska till 2028 se över om man behöver skärpa kraven och införa ytterligare bindande åtgärder under EPBD för att nå satta mål gällande klimatpåverkan och energikonsumtion. De regler som sätts under EPBD är också en miniminivå, där länder är fria att implementera mer stringenta nationella krav.

Geopolitisk oro har satt nationers energisäkerhet i fokus där energieffektiviserande åtgärder ofta är det snabbaste och mest kostnadseffektiva sättet att minska sitt beroende av energi från andra länder. Det tillsammans med ett ökat behov av el i samband med elektrifieringen av sektorer såsom industri och transporter (med högre elpriser som följd i och med ökad efterfrågan), är ytterligare drivkrafter som talar för att krav kring energieffektivitet kommer att skärpas. Vi räknar med att byggnader kommer att vara i fokus i relation till detta givet att de står för cirka 40 procent av EU:s energikonsumtion. Energimyndigheterna räknar exempelvis med att bostads- och servicesektorn i Sverige skulle kunna minska sin energikonsumtion med cirka 15 TWh el till 2030, vilket motsvarar 11 procent av sektorns totala energianvändning 2022. I EU-kommissionens förslag till klimatmål för 2040 (för att komplettera de befintliga målen för 2030 och 2050) skriver man vidare att stora investeringar i energieffektiviserande renoveringar gällande framförallt byggnader är en av de viktigaste faktorerna för att EU ska kunna nå sina mål. Fortsättning följer med andra ord.

Fastighetsbolagen är tillbaka

Fastighetsbolagen har gjort come-back på företagsobligationsmarknaden. Sjunkande marknadsräntor samtidigt som ratinginstituten visat sig mer flexibla med sina krav har lett till att pressen på kreditbetygen minskat för en stor grupp av bolag som har sina balansräkningar under kontroll. Hittills är det framförallt den svenska obligationsmarknaden som visat sig välvillig till att finansiera fastighetsbolagen och vi tror att sektorn under 2024 kommer att kunna refinansiera drygt hälften av sina obligationsförfall. Investerare ser fortsatt värde i kreditspreadar, i alla fall när man känner förtroende för kreditbetygen. Vår bedömning är att kreditspreadarna för fastighetsbolag kan fortsätta att närma sig bolag i andra sektorer. Vi är generellt positiva till kreditmarknaden och tror på minskande kreditspreadar under 2024.

Utvalda slutsatser

- Allt fler fastighetsbolag har åter tillgång till den svenska obligationsmarknaden till konkurrenskraftiga nivåer.
- Vi tror att kreditspreadar kommer att sjunka under 2024, både generellt och ännu mer för fastighetsbolag.
- Pressen på kreditbetygen i sektorn har generellt minskat men samtidigt har flera bolag fortsatta problem med sina balansräkningar och kreditbetyg.
- Fastighetspremien (dvs extra kreditspread för fastighetsbolag jämfört med andra låntagare) är på väg att normaliseras.

Fastighetsbolagens comeback

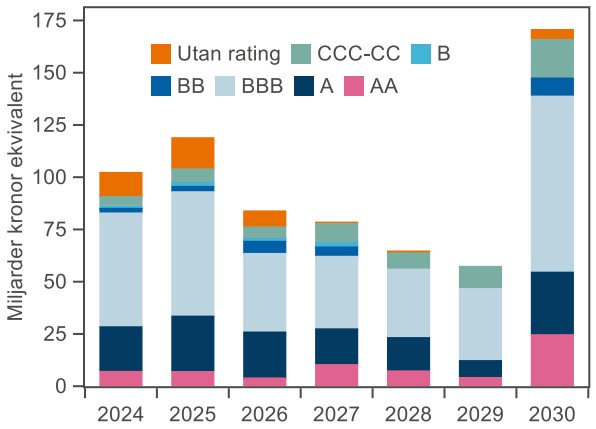
Den stora långräntenedgången mot slutet av 2023 i kombination med att kreditvärderingsinstituten visade sig vara mer flexibla än vi tidigare trott gjorde att fastighetsbolagen gick från iskalla på obligationsmarknaden till att bli eftersökta av investerarna, i alla fall på den svenska marknaden. På euromarknaden har svenska fastighetsbolag inte varit aktiva sen ränteuppgången började och vi tror inte aktiviteten blir särskilt stor 2024 heller. Även om den svenska marknaden är aktiv så bedömer vi att de totala emissionsvolymerna kommer att fortsätta vara långt under nivåerna 2019-2021.

Återkomsten till obligationsmarknaden gäller dock bara bolag som upplevs ha balansräkning och kreditbetyg under kontroll medan bolag som har problem fortsätter att ratas av investerarna. Men starka fastighetsbolag kan nu finansiera sig på obligationsmarknaden till nivåer som är konkurrenskraftiga jämfört med bankfinansiering.

Väggen med obligationsförfall kvar

De stora obligationsförfallen fortsätter att vara ett tema, per den 1 januari hade de svenska fastighetsbolagen obligationer för 680 miljarder kronor utestående. En del av dramatiken kring refinansieringen av dessa skulder har kanske lagt sig men frågan om obligationsmarknaden som strategisk finansieringskälla lever i högsta grad.

Svenska fastighetsbolags obligationsförfall



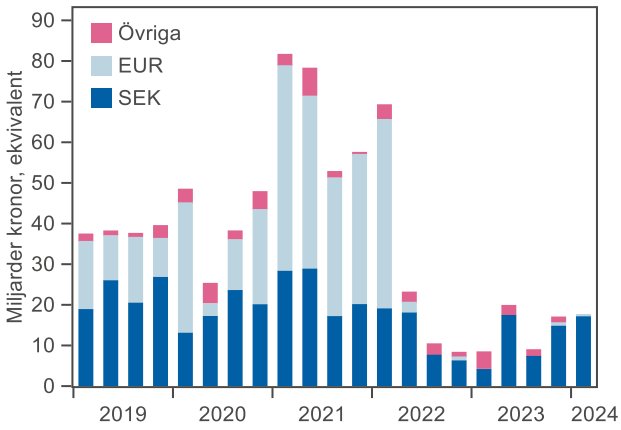
*2030 inklusive eviga hybrider
Källor: Bloomberg och Handelsbanken

Under 2024 förfaller obligationer motsvarande ca 103 miljarder kronor. Ungefär hälften härrör från bolag som kan sägas ha tillgång till obligationsmarknaden. Det handlar om bolag som under de senaste 12 månaderna emitterat 250 miljoner kronor eller mer. Sen kan det vara fler bolag som har tillgång till marknaden men som har valt att inte emittera av olika skäl.

Vår prognos är att det kommer emitteras ca 65mdkr under 2024, dels refinansiering av bolag som har bevisat att man kan använda obligationsmarknaden det senaste året och dessutom räknar vi med att bolag inom singel A och dubbel A kategorierna har en volymtillväxt. Utöver vanliga förfall så har motsvarande knappa

15mdr av eviga hybrider första återköpsdatum under 2024. Dessa måste inte köpas tillbaka men att inte göra så kan både påverka förtroendet för bolagen och deras kreditbetyg.

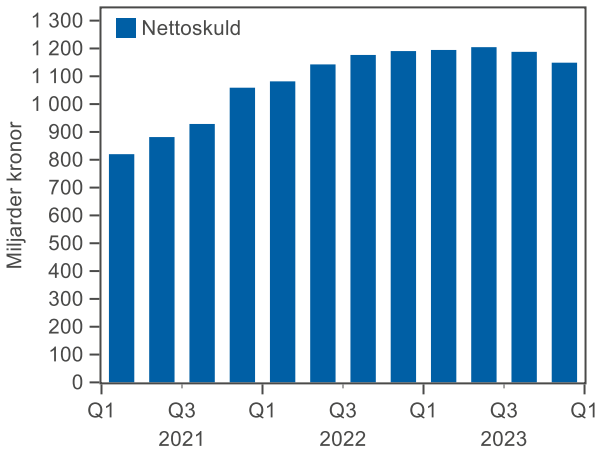
Emissionsvolymer, svenska fastighetsbolag



Anm.: Data per 5 mars 2024
Källor: Bloomberg och Handelsbanken

Vad händer med förfall för de bolag som vi bedömer saknar eller endast har begränsad tillgång till obligationsmarknaden? Sannolikt kommer det mesta att hanteras med en kombination av tillgångsförsäljningar till andra än svenska fastighetsbolag och refinansiering med banklån. Även vissa bolag med tillgång till obligationsmarknaden har uttalat att man kommer att vara nettosäljare av fastigheter under 2024. Till det kommer en grupp bolag med problem som sannolikt behöver aktieägartillskott eller större försäljningar.

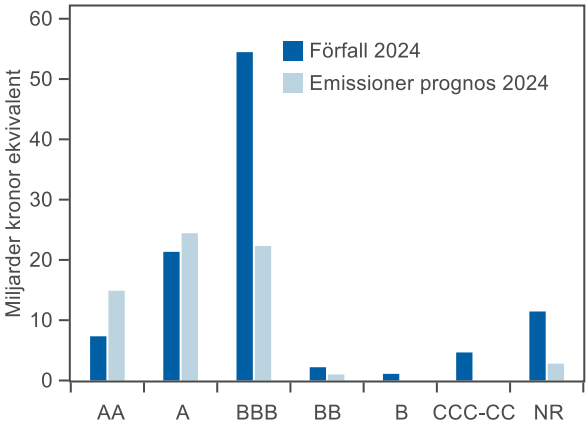
Nettoskulderna har börjat minska



Källor: Sedis och Handelsbanken

Fastighetsbolagens nettoskulder växer inte längre utan har börjat minska, till stor del på grund av tillgångsförsäljningar. Vi tror att den utvecklingen fortsätter, eventuellt kompletterat med nyemissioner av aktier och att bara en mindre del av den krympande kapitalmarknadsfinansieringen flyttar in i bankerna.

Förfall 2024 och prognos för emissionsvolymer

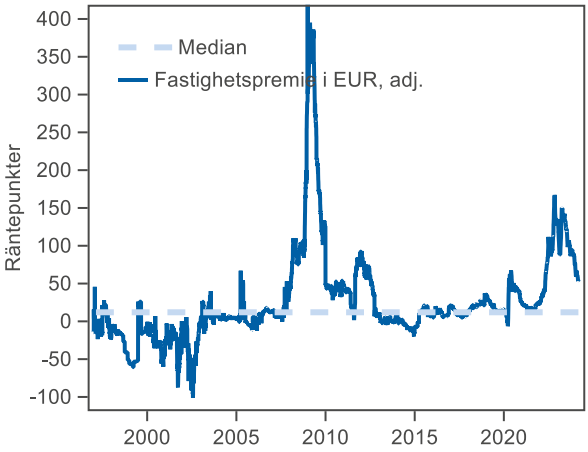


Anm: Nuvarande kreditbetyg
Källor: Bloomberg och Handelsbanken

Vad är en normal fastighetspremie?

Hur stora låntagare fastighetsbolagen blir på obligationsmarknaden i framtiden beror förstås på hur prissättningen kommer att se ut. Vi pratar ofta om en fastighetspremie, dvs att fastighetsbolag behöver betala mer för sin finansiering än andra bolag med samma kreditbetyg. Den premien har kommit ner väsentligt men är fortsatt stor i ett historiskt perspektiv.

Fastighetspremie i euro, justerat för rating



Källa: Handelsbanken

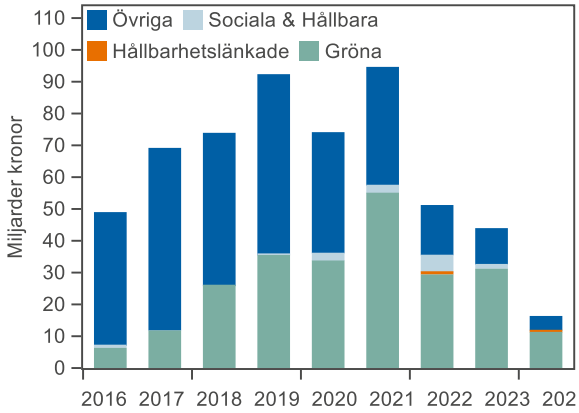
Vi beräknar en fastighetspremie i euro justerat för rating till just nu ca 60 räntepunkter, vilket kan jämföras med en normal nivå på ca 20 räntepunkter (median ca 17). Man kan fundera på varför fastighetsbolag över tid har högre kreditspreadar än bolag från andra sektorer. En faktor är att fastighetsbolag är högt belånade och känsliga för refinansieringsrisk, dvs en svagare

kreditmarknad innebär i sig själv en större risk än för andra bolag. En annan faktor som har varit i fokus är förväntningar om kommande sänkningar av kreditbetygen. Även om den risken minskat klart så kan det fortfarande vara så att en del av premien helt enkelt speglar förväntningar om sänkta kreditbetyg. Vår syn på kreditmarknaden är positiv och att kreditspreadar generellt kommer att minska under 2024.

Hållbar finansiering

För svenska fastighetsbolag är gröna obligationer och annan tematisk obligationsfinansiering numera normen på den svenska marknaden. Sedan 2022 utgörs drygt 70 procent av nyemitterad volym av tematiska obligationer.

Svenska fastighetsbolags emissioner

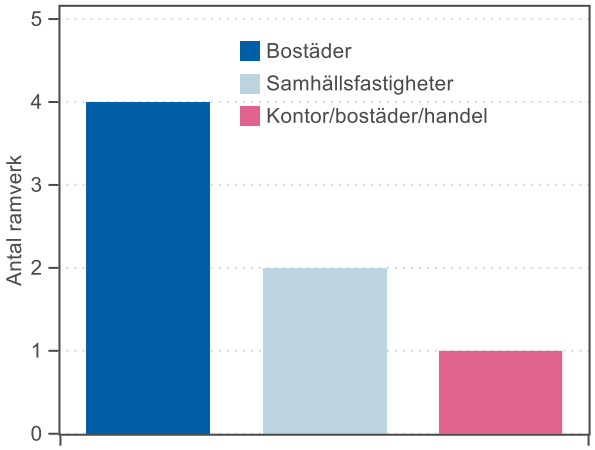


Anm.: *Till och med 5 mars 2024
Källor: Handelsbanken och Bloomberg

Gröna obligationer är dominerande, men andra teman har också börjat dyka upp. Sociala obligationer eller hållbarhetslänkad finansiering med KPI:er kopplat till sociala frågor fortsätter exempelvis att klättra globalt, där emissioner av sociala obligationer ökat med 20 procent under de första nio månaderna 2023. Fastighetssektorn är en stor del av detta på global nivå, ofta kopplat till finansiering av så kallat ”social housing”. Definitionen av detta varierar något mellan länder, men handlar ofta om subventionerade bostäder med specifika målgrupper.

Sociala obligationer är dock relativt ovanliga inom den svenska fastighetssektorn. Mätbarhet har ofta lyfts fram som en utmaning, men vi finner att en stor del av förklarningen sannolikt är att det varit svårt att komma upp i volym i termer av värden då koncept som ”social housing” inte är en utbredd praxis i Sverige. Finansiering av enskilda åtgärder på temat blir relativt små summor i sammanhanget. Men vi har sett några exempel på området de senaste tre åren. Vi finner åtta exempel på tematisk finansiering som inte är renodlad grön från svenska fastighetsbolag, varav sju har sociala frågor som en del av ramverket. Bland dessa kan vi se en tydlig tilt mot fastighetsbolag med bostäder och samhällsfastigheter.

Socialt kopplad finansiering i SEK - segment



Källor: Bolagsrapporter och Handelsbanken

Vilka frågor som är i fokus varierar något, men återkommande teman är ekonomiskt överkomliga bostäder, samhällsfastigheter inom hälsovård eller utbildning, och trygga bostadsområden.

Vi tror att grön finansiering fortsatt kommer att stå för den största andelen tematisk finansiering, men att fokus på sociala frågor kommer att växa allt mer. Framförallt kopplat till hållbarhetslänkad finansiering. Det är något tidigt att tala om marknadspraxis i Sverige, men vi finner att KPI:er kopplat till trygghet inom ramen för hållbarhetslänkad finansiering sannolikt kan bli mer populärt givet att det kan ha en koppling till förvaltningskostnader, en byggnads attraktivitet och värde samtidigt som det varit en fråga högt upp på agendan i samhällsdebatten i Sverige under senare år.

Är det över nu?

Nedgången i långräntor har lättat den finansiella pressen på den kommersiella fastighetssektorn. Tillgången till obligationsfinansiering och lägre kreditspreadar har tydligt förbättrat den finansiella situationen för delar av sektorn. Därtill har kreditvärderingsinstituten visat sig vara oväntat flexibla med sina krav på nyckeltal. Operationellt har det hittills sett ganska stabilt ut och även om vi inte spår något drama så borde vakanserna fortsätta att stiga något, och i vissa fall sjunker marknadshyror, vilket bidrar till ytterligare nedskrivningar. Det som väcker frågor är bolagens värderingar där det fortsatt är påfallande skillnader mellan bolagen. Vi tror att nedskrivningarna fortsätter åtminstone något eller några kvartal ytterligare så att fallet från toppen blir ca 15 procent. Utmaningarna är inte slut för fastighetsbolagen och 2024 kommer sannolikt att bli ännu ett händelserikt år men läget är tydligt ljusare än för ett halvår sedan.

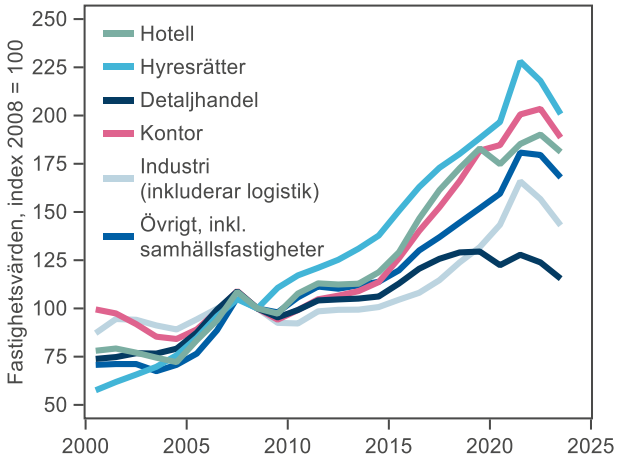
Utvalda slutsatser

- Finansieringssituationen har förbättrats och en större grupp bolag har nu tillgång till kapitalmarknadsfinansiering.
- Hyresmarknaden för kommersiella lokaler försvagas och kassaflödena kommer under viss press.
- Kommersiella fastighetsvärden har i genomsnitt sjunkit med ca 10 procent. Vi tror att nedskrivningarna fortsätter till totalt ca 15 procent.
- Pressen på bolagens räntetäckning fortsätter under 2024 men får mindre påverkan än förväntat, delvis då raitinginstituten varit oväntat flexibla.

Nedskrivningarna av fastighetsvärden fortsätter

Enligt svenskt fastighetsindex MSCI sjönk kommersiella fastigheter 7,3 procent i värde 2023.

Sjunkande fastighetsvärden

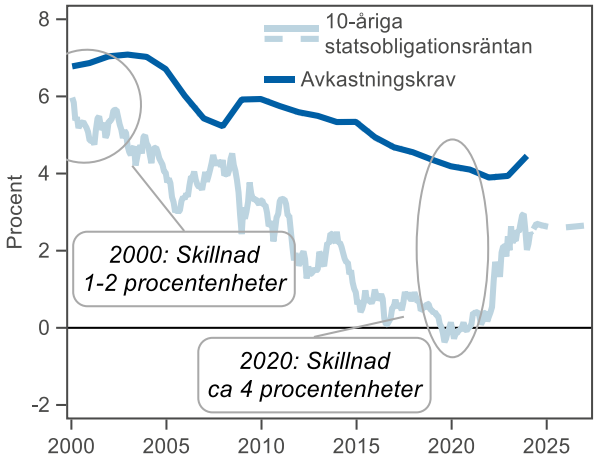


Källor: MSCI och Handelsbanken

Från toppen har värdena sjunkit ca 10 procent sedan toppen 2022. Liknande resultat får vi när vi tittar på ett brett urval av kommersiella fastighetsbolag där nedskrivningarna hittills summerar till 9,8 procent fram till slutet av 2023.

Enligt MSCI har fastighetsvärdena sjunkit i samtliga segment, där kontor (-7,3%) klarade sig något bättre än industri (-8,7%) och bostadsfastigheter (-8,2%) 2023. Något mindre nedgång sågs för detaljhandel där dock värdena är lägre än förpandemiska nivåer och den strukturella motvinden med ökad e-handel fortsätter prägla utvecklingen.

Fastighetsbolagens avkastningskrav stiger



Källor: MSCI, Macrobond och Handelsbanken

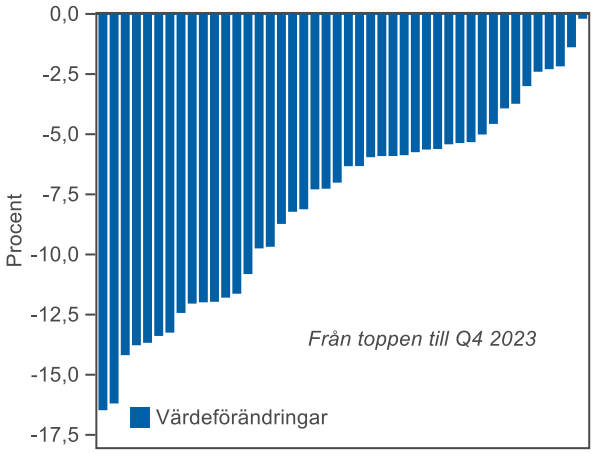
En viktig faktor bakom värdenedskrivningarna är den uppgång i avkastningskrav som kommer av det högre ränteläget. Ifjol var uppgången i genomsnittligt avkastningskrav enligt MSCI 0,5 procentenheter och från botten bedömer vi att avkastningskraven är upp ca 0,8 procentenheter. Vår bedömning är att avkastningskraven sammantaget kommer stiga med ca 1 procentenhet och att vi alltså har en fortsatt uppgång framför oss. Vi ser därmed en fortsatt press på fastighetsvärden drivet av stigande avkastningskrav. Efter det senaste räntenedstället är skillnaden mot den 10-åriga statsobligationsräntan

ca 2 procent, vilket är i paritet med vad vi såg före lågräntеperioden som följde finanskrisen.

Stor spridning i bolagens nedskrivningar

En minst lika stor fråga som de genomsnittliga nedskrivningarna av fastighetsvärden är den stora variationen mellan hur mycket olika bolag skrivit ner. Vi har sammanställt nedskrivningar från toppen, i de flesta fall andra eller tredje kvartalet 2022 (men tidigare eller senare för några bolag), till och med fjärde kvartalet 2023. Det bolag som skrivit ner minst skrev ner 0,2 procent och det som skrivit ner mest 16,5 procent. Vi tycker att det ibland är svårt att förstå hela variationen mellan olika bolag utifrån till exempel bolagens fastighetsbestånd.

Nedskrivningar från toppen per bolag

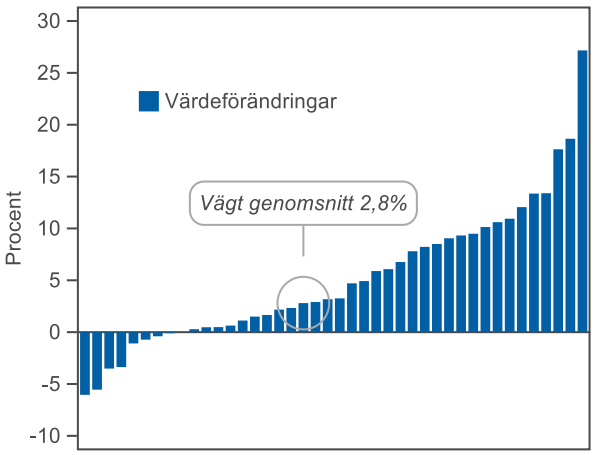


Källor: Sedis och Handelsbanken

Ett argument vi ibland hör är att olika bolag skrev upp olika mycket innan räntorna vände upp. Men när vi tittar på hur mycket olika bolag skrev upp fastighetsvärden från fjärde kvartalet 2020 till toppen under 2022 så är spridningen ännu större, från 1,3 procent till 33 procent. Men här ska noteras att för bolag med projektutveckling så kommer värdeändringarna inte bara att spegla omvärderingar av befintliga fastigheter utan också projektvinster och förluster. Inte minst uppskrivningarna under 2021 och första halvan av 2022 innehåller en hel del projektvinster.

Men om man ser på nettot, dvs ackumulerade uppskrivningar minus nedskrivningar så är det viktade genomsnittet knappt 3 procent positivt för perioden 2020 till 2023. Det är dock intressant att spridningen är stor, från nettonedskrivningar på 6 procent till nettouppskrivningar på 27 procent. Det är också intressant att bara en minoritet av bolagen ligger inom intervallet 0 till 6 procent. Säkert är att debatten om fastighetsvärdering lär fortsätta.

Värdeändringar Q4 2020 till Q4 2023 per bolag



Källor: Sedis och Handelsbanken

Hyresmarknaden håller emot ganska väl

Hittills har konjunkturförsvagningen inte speglats i bolagens operationella resultat i någon större omfattning. Kombinationen av indexuppjusteringar av hyror, med en KPI-inflation som även detta år är över inflationsmålet, och en underliggande försvagning av hyresmarknaden med något ökande vakanser leder sammantaget till en stagnerande intäktssida för bolagen. För vissa bolag blir pressen på kassaflöden mer kännbar men som helhet ser det fortfarande ganska stabilt ut operationellt.

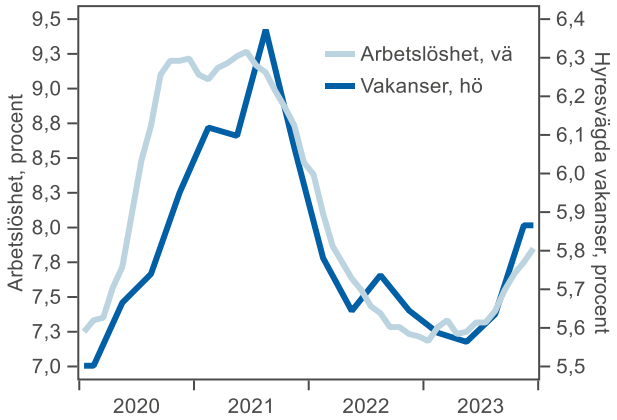
Men under andra halvan av 2023 finns tecken på att hyresförhandlingar för till exempel kontor i Stockholm gått ifrån att resultera i hyresökningar till att ge lägre hyror. Den tendensen lär hålla i sig, men några procents lägre omförhandlade hyror på typiskt ca 15-25 procent av årshyrorna ger ingen dramatisk påverkan på kassaflöden. Dock finns risk för att lägre omförhandlade hyror kan ge fortsatt press på fastighetsvärderingar under året. Vi misstänker att hyresrabatter kan bli vanliga för att försöka undvika nedskrivningar av värden och samtidigt undvika ökande vakanser.

Något ökande vakanser

Även om vakanser gått upp en hel del i breda index som MSCI så ser vi bara en liten uppgång i den portfölj med stora bolag som vi tittar på. Och portföljens sammansättning påverkar också, till exempel SBBs avyttring av EduCo (senare namnändrat till Nordiqus) ökade den genomsnittliga vakansgraden det fjärde kvartalet. Det är kanske inte så förvånande att vakanserna inte ökat mer mot bakgrund av att uppgången i arbetslöshet i Sverige hittills varit måttlig och främst driven av byggsektorn och detaljhandeln. Vår prognos är en viss ytterligare försvagning på arbetsmarknaden i år. Det verkar finnas en viss strukturell uppgång i vakanser drivet

av ökat hemarbete men i en mycket mindre omfattning än i många andra länder.

Vakanser och arbetslöshet stiger

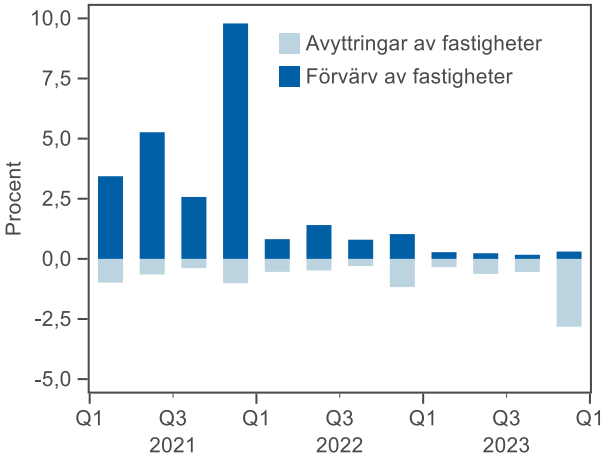


Anm.: Arbetslöshet 16-64 år, två kvartals glidande medelvärde.
Källor: Sedis och Handelsbanken

Transaktionsmarknaden börjar göra avtryck

Omsättningen på transaktionsmarknaden fortsätter överlag att vara sparsam när potentiella köpare och säljare inte möts om pris. Och dessutom är finansieringskostnaden fortsatt hög jämfört med fastigheternas avkastning, även om den relationen förbättrats väsentligt det senaste halvåret. Men under fjärde kvartalet bokfördes 63 miljarder i fastighetsförsäljningar med SBBs försäljning av majoriteten av EduCo som den enskilt största transaktionen. Under det fjärde kvartalet uppgick avyttringarna till 2,8 procent av fastigheterna, vilket är klart högre än tidigare kvartal. Fortfarande är köparna fondbolag och liknande aktörer som Brookfield, snarare än andra fastighetsbolag.

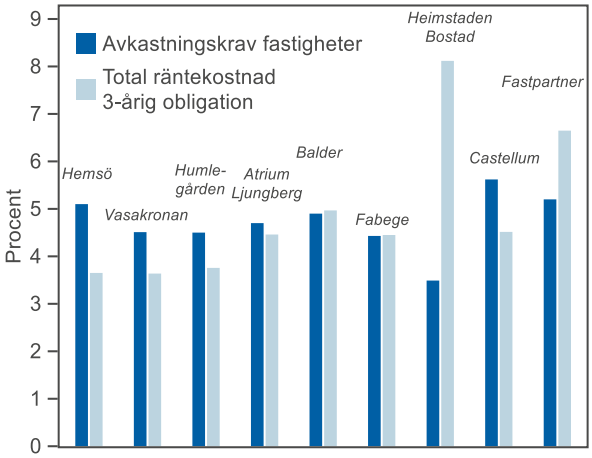
Förvärv och försäljningar jmf. ingående värde



Källor: Sedis och Handelsbanken

Vi tror att transaktionsmarknaden överlag kommer att bli aktivare under 2024 i takt med att förutsättningarna förbättras ytterligare. Vi tror att ytterligare nedskrivningar ökar pristransparensen, det vill säga det blir lättare för köpare och säljare att mötas om pris. Dessutom gör fortsatt stigande direktavkastning, inte minst relativt finansieringskostnader när rörliga räntor sjunker, att kalkylerna ser mer attraktiva ut för potentiella köpare.

Avkastningskrav och finansieringskostnader

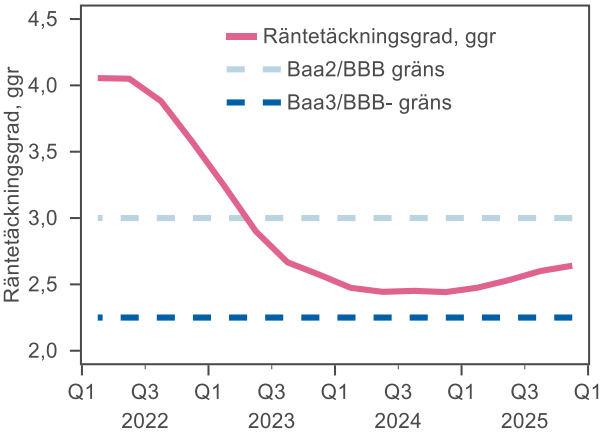


Källor: Macrobond, bolagsrapporter, Bloomberg och SHB

Pressen på kreditbetygen klingar av

Under slutet av 2023 bekräftades ett stort antal kreditbetyg i sektorn och risken för nedgraderingar är i många fall klart lägre än vi bedömde för ett halvår sedan. En kombination av lägre räntor och att kreditvärderingsinstituten blivit mildare i sin bedömning har gjort att pressen på kreditbetygen har blivit mindre än vi förutspådde. Om de ursprungliga kraven på räntetäckning gällt hade fler bolag fått sänkta kreditbetyg. Bolagens räntetäckningsgrad kommer fortsätta att försämras under 2024. I grafen nedan har vi sänkt riktmärkena för både Baa2/BBB och Baa3/BBB- med 0,25 procentenheter. Men våra simuleringar baserat på våra ränteprognoser visar att bolagens räntetäckning kommer att bottna ut under 2024 på en nivå som inte är så mycket sämre än idag.

Räntetäckningsgraden bottnar ut



Anm. Räntetäckningsgrad avser finansnetto
Källor: Sedis och Handelsbanken

Ny värderingsbild efter höst-rally

2023 innebar snabba och många svängningar i sentiment, aktiekurser och aktievärdering där räntevolatilitet och centralbankskommunikation gjorde stora avtryck i riskpremium och börshumör. Den kanske mest remarkabla kursrörelsen fick vi under årets sista månader med uppgång för fastighetsindex med över 40 procent från slutet av oktober fram till årsskiftet, med en viss tillbakagång under inledningen av 2024. Det är uppenbart att investerare tog fasta på kommande räntesänkningar och blåste faran över för den hårt ränteansatta sektorn men riktningen nu, på en högre värderingsnivå, är svårbedömd. Den tidigare euforin från fallande räntor har dämpats i takt med att räntor rekylerat uppåt. Vi ser både möjligheter och risker vilket reflekteras i våra rekommendationer för aktierna, där kvalitativa bolag med acceptabel risk och tillväxtmöjligheter, kombinerat med en måttlig värdering, har mer att ge i det längre placeringsperspektivet, enligt vår mening.

Utvalda slutsatser

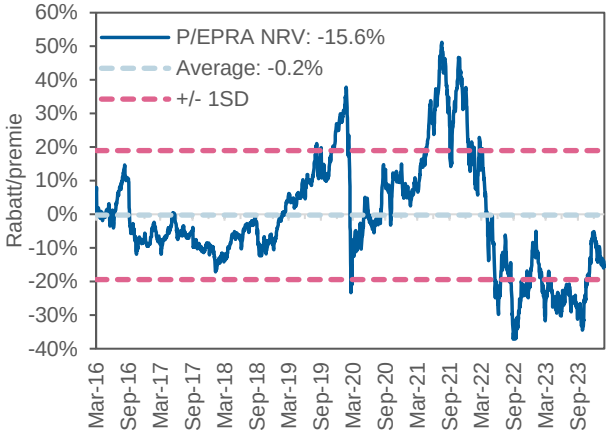
- Högre aktievärderingar efter aktierusning i slutet av 2023 – viss tillbakagång under inledningen av 2024.
- Betydande uppsida i flertalet aktier på sikt, räntesänkningar kan ge nytt bränsle under 2024.
- Substansrabatt rimligt – vinsttillväxten kommer vara låg eller negativ 2024
- Bostäder och kontor handlas med betydande rabatter – investerare bekymrade över belåningsgrader (bostäder) och efterfrågan (kontor).
- Internationella investerares syn på sektorn påverkar prisbild och värderingar överdrivet negativt. En mer nyanserad bild över tid talar för en mindre negativ inverkan på aktiepriser på basis av skeptiska, utländska investerare.

Ett iögonfallande rally i slutet av 2023

I likhet med förväntningarna blev 2023 ett år med hög aktievolatilitet, vilket inte beror på de underliggande, tämligen stabila, verksamheterna utan osäkerheten avseende pris och tillgång på lånat kapital och de eventuella effekterna av åtgärder i underfinansierade bolag. Samt osäkerheten om tillgångarnas rätta värde. Under det fjärde kvartalet ändrades synen på finansiell risk, och därmed synen på fastighetsaktier, dramatiskt. Den kraftfulla omvärderingen innehöll sannolikt vissa tematiska inslag där investerare skyndsamt började resonera i termer ”vad köper man när räntorna toppar?” med det logiska svaret ”pressade fastighetsaktier”.

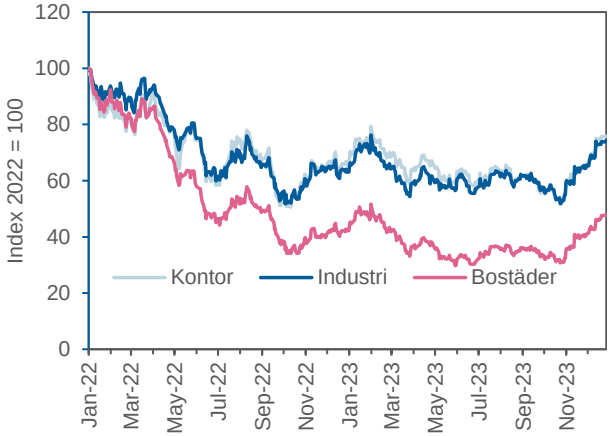
Vår syn är att aktieutvecklingen delvis var frånkopplad från fundamentala aspekter såsom substansvärdering och faktisk vinstutveckling. Inflöden i fastighetsfonder och begränsad likviditet i aktierna förstärkte sannolikt kursrörelserna under slutet av 2023. Delar av rallyt har också reverserats under inledningen av 2024, index är ner cirka 10 procent, men aktievärderingarna är ändå på betydligt högre nivåer än de var under hösten 2023.

Substansvärdering sektor (PRIS/EPRA NRV)



Källor: Factset och Handelsbanken

Aktieutveckling per segment

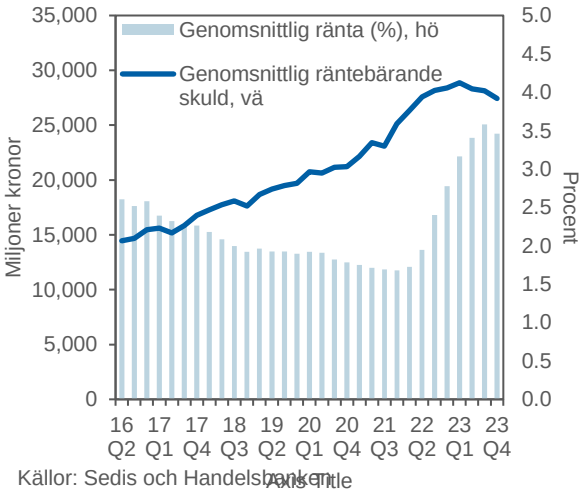


Källor:Factset och Handelsbanken

Att längre marknadsräntor sjönk under hösten och att Riksbanken nu förväntas sänka räntan (i juni enligt oss) kommer att minska kostnaden för icke räntesäkrade lån är såklart en stor fördel för fastighetsbolagen som har varit pressade av både stigande kostnader och ränteosäkerheten. Inte bara har räntor kommit ner, även sentimentet på kapitalmarknaden för fastighetsobligationer har förbättrats med emissioner under hösten 2023 och under inledningen av 2024. Ökat intresse och riskaptit bland skuldinvesterare gentemot sektorn med gradvis lägre spreadar och längre löptider som följd är förstås positivt för sektorn (se kapitlet ”Kapitalmarknadsfinansiering”).

I rapporterna för det fjärde kvartalet överträffade i många fall förvaltningsresultatet våra förväntningar. Vi gör bedömningen att många bolag både har använt de lägre långräntorna för att binda räntan (köpa derivat) men även att de i flera fall har handlat aktivt genom att sälja derivat med låga räntor och således gjort realisationsvinster vilket har stärkt finansnettot och resultatet. Det är en metod som ökar intjäningen i nuläget men som riskerar att göra det dyrare framåt. Resultat blev att genomsnittlig räntenivå per bokslutsdatum i flera fall sjönk sekventiellt mellan tredje och fjärde kvartalet samt gav sjunkande räntekostnader för flera bolag, trots en konstant eller högre skuld. I genomsnitt för bolagen var den genomsnittliga räntenivån ungefär oförändrad mellan tredje och fjärde kvartalet, vilket förvånade oss något.

Betald ränta över tid



Källor: Sedis och Handelsbanken

Det är inte en uthållig trend för 2024, som vi ser det. Vi räknar med att finansieringskostnaderna för de flesta bolag kommer att öka kommande kvartal i takt med att fördelaktiga derivat löper ut och ska ersättas med antingen STIBOR eller nya derivat på högre nivåer, en effekt som delvis kan motverkas av sjunkande kortränta i takt med eventuella/kommande räntesänkningar. Nuvarande prognoser pekar mot att genomsnittliga räntor i finansnettona kan börja sjunka under andra halvan av 2024 men det skiljer sig åt mellan bolagen.

Trevande avslut på förra året

Boksluten för 2023 visade i övrigt inte på någon tydlig riktning för den underliggande fastighetsverksamheten. Bäst beskrivs kanske hyresmarknaden som avvaktande där hyresutvecklingen i stort har följt indexeringen. Vi tycker oss se tidiga tecken på viss avmattning av marknadshyrorna och försiktigt ökande vakanser, men trenden är inte tydlig än.

Gamla affärsmodeller nu ”out of fashion”

Under åren fram till slutet av 2021 var många bolags tillväxttill stor del driven av god tillgänglighet till lånat kapital och låga räntor. Dessutom tenderade stora bolag att få högre kreditbetyg och därmed lägre finansieringskostnader vilket drev både konsolidering och aktievärderingar. Även om räntorna nu har fallit tillbaka och kapitalmarknaden har tinat upp något räknar vi inte med att vi inom överskådlig tid kommer att komma tillbaka till samma förutsättningar som rådde innan räntehöjningarna. Det betyder att tillväxt på basis av kraftig expansion inte kommer att kunna väga upp för avstannad hyresutveckling och något lägre uthyrningsgrad (se avsnitt Kommersiella fastighetsmarknaden).

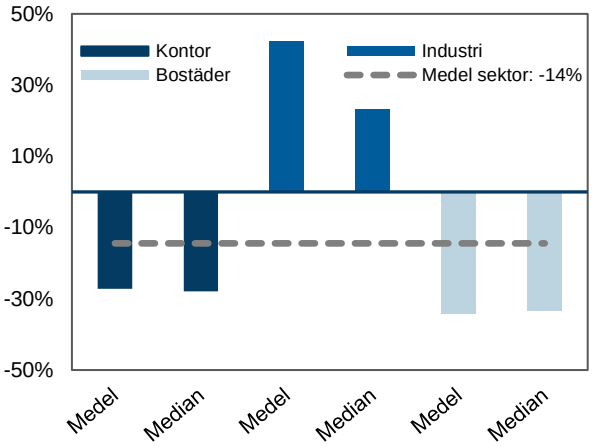
Sammantaget räknar vi med en period av begränsad vinsttillväxt och en fortsatt fokusering på att vårda balansräkningarna för att minska/hantera finansiell risk och att anpassa bolagen för att betala en högre ränta än tidigare. För de flesta bolagen kommer räntekostnaderna att fortsätta att öka under några kvartal eller längre, beroende på vilken räntebindning bolagen har valt. Därför tänker vi att fastighetssektorn kommer att visa låg, eller negativ, vinsttillväxt det kommande året, eller åren, vilket rimligen borde reflekteras i värderingarna. Vi tänker således inte att substanspremier, som en regel, är en rimlig förväntansbild utan snarare rabatter, på basis av fortsatt nedsida för fastighetsvärdena och utan något mitigerande stöd av betydande vinsttillväxt. Lägre fastighetsvärden kommer både att fortsätta att reducera substansvärdena men resulterar också i ett behov av att stärka balansräkningarna för ett antal bolag, med t ex nyemissioner eller fastighetsförsäljningar.

Värdering – vad säger den oss?

I genomsnitt värderas aktierna i sektorn med en substansrabatt om 10 procent baserat på rapporterade värden i det fjärde kvartalet med en

median på 18 procent vilket justerar för ett par aktier med mycket hög värdering.

Substansvärdering (PRIS/EPRA NRV)



Källor: FactSet och Handelsbanken

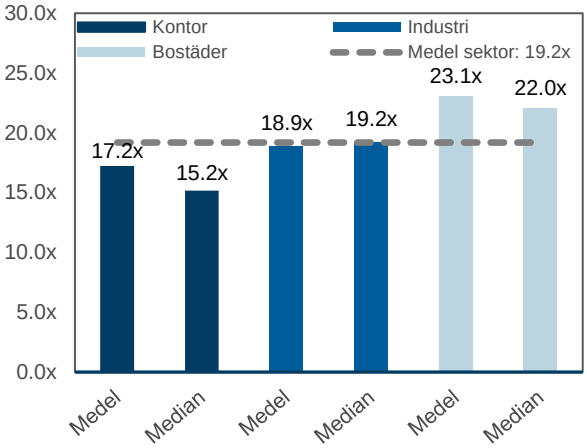
Det tungt vägande **kontorssegmentet** värderas i snitt till 23 procent rabatt, vilket implicerar en teoretisk rabatt mot rapporterade värden om cirka 13 procent. Det är inte en krisvärdering, enligt vår mening, då vi räknar med ytterligare värdejusteringar under året som en fördröjd effekt av de högre finansieringskostnaderna. I snitt har bolagen skrivit ner värdena med cirka 10 procent sedan toppen 2022, men skillnaden är stor i spannet 0-16 procent. Flera bolagsledningar guidar nu för att nedskrivningarna är ett minne blott, men vi är inte lika säkra på den saken, åtminstone inte för de bolag som endast gjort mindre justeringar.

Bostadsägande fastighetsbolag dras fortfarande med sektorns största värderingsrabatter avseende substans. Detta trots att de lågavkastande tillgångarna har sett tämligen stora värdenedgångar under 2023 när avkastningskrav har ökat från mycket låga nivåer, i kombination med lägre hyresökningar än för kommersiella fastigheter. Risken för ytterligare värdenedskrivningar, låga räntetäckningsgrader och höga värderingsmultiplar på kassaflöden är sannolikt faktorer bakom substansrabatterna och en viss oro för att balansräkningen inte är tillräckligt robust för att klara det högre ränteläget jämfört med för två år sedan.

Vi är mer positiva till aktier igen

Vi ser en risk för ”mer av samma”, det vill säga fortsatt volatilitet, styrt av sentiment och räntemarknaden, men kan samtidigt konstatera att flera välskötta bolag, med ledningar och ägare som vi uppskattar, med god kvalitet på fastigheter och balansräkningar och med aktier som handlas till rimliga värderingar, medger god uppsida i aktierna och vi är, efter årets aktieprisfall, mer positiva än vad vi var i december i fjol. Kombinationen med viss vinsttillväxt redan 2024 för vissa bolag, låg värdering i enskilda fall och en hanterbar operationell och finansiell risk gör att vi nu är något överviktade mot de positiva rekommendationerna Köp och Outperform.

Justerad P/E 2024e



Källor: FactSet och Handelsbanken

Synen på Sverige kan påverka prisbilden

Fastighetskvalitet och läge är vinnande koncept på hyresmarknaden. Det har också synts i uthyrningar och har sannolikt även en bäring på intresset på trasaktionsmarknaden. Vi tycker oss se att efterfrågan på lokaler, och vakanser, börjar skilja sig åt mellan delmarknader och kvalitetskategorier. Dock ser vi inte att vi inte har drabbats av omfattande strukturella problem med vakanser som en följd av hemarbete. Här skiljer sig de nordiska marknaderna från vad vi ser i USA, där kontorsvakanserna är 20-25 procent i flera städer, vilket har lett till problem för både fastighetsägare och till synes även banker. Stor nyproduktion av lokaler med inslag av spekulation och en utbredd trend att inte vara på kontoret har medfört ett överutbud av lokaler, vilket avviker från situationen i Norden.

Denna problematik har sannolikt haft en inverkan på utländska aktieinvesterares syn på den svenska fastighetssektorn, och aktierna. Där utländska investerare gör analysen att samma problem med höga kontorsvakanser kan komma här. I kombination med hög belåning och kort kredit- och räntebindning har riskerna målats upp som mycket stora. Även om riskerna finns bedömer vi att det delvis finns en skev syn på nordisk fastighetsrisk, sprunget av utländska investerares syn på dynamiken på hyresmarknaden och bankernas förmåga och intresse av att låna ut kapital. En mer nyanserad bild över tid talar för ett mindre negativ inverkan på aktiepriser på basis av skeptiska, utländska investerare.

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 och i Finland av finska 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 https://www.handelsbanken.com/sv/ / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.

The Ins and Outs of Swedish Real Estate

Macro Research

Christina Nyman	Head of Macro Research and Chief Economist	+46 101 877 351 christina.nyman@handelsbanken.se
Helena Bornevall	Deputy Head of Macro Research	+46 101 872 183 helena.bornevall@handelsbanken.se
Anders Bergvall	Senior Economist	+46 101 870 491 anders.bergvall@handelsbanken.se
Anton Solberg	Junior Economist	+46 101 879 512 anton.solberg@handelsbanken.se

Equity Research

Johan Edberg	Real Estate Analyst	+46 101 878 251 johan.edberg@handelsbanken.se

Credit Research

Johan Sahlström	Head of Credit Research	+46 101 871 383 johan.sahlstrom@handelsbanken.se
Michael Andersson	Senior Credit Analyst	+46 101 875 111 michael.andersson@handelsbanken.se

Sustainability Analysis

Josefin Johansson	Senior Sustainability Analyst	+46 101 879 012 josefin.johansson@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

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