



EKONOMI

Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet
Företagsekonomiska Institutionen
FEK 582, Ht 2005

Problem med räntetäckning vid höjda realräntor?

- en analys av fastighetsbolagen på
Stockholmsbörsens officiella listor

Författare Göran Håkansson
 Johan Magnusson
 Klaus Stuhlpfarrer

Handledare Göran Andersson
 Maria Gårdängen

Sammanfattning

Uppsatsens titel: Problem med räntetäckning vid höjda realräntor? – en analys av fastighetsbolagen på Stockholmsbörsens officiella listor

Seminariedatum: 2006-01-12

Ämne/kurs: FEK 582 Kandidatseminarium, 10p

Författare: Göran Håkansson, Johan Magnusson, Klaus Stuhlpfarrer

Handledare: Göran Andersson, Maria Gårdängen

Fem nyckelord: Fastighetsbolag, lånestruktur, realränta, risk, räntebindning

Syfte: Syftet med denna undersökning är att analysera huruvida de svenska fastighetsbolagen är känsliga för uppgångar i realräntan. Målsättningen är att ge en indikation om hur fastighetsbolagens räntetäckningsförmåga påverkas vid en eventuell real uppgång i ränteläget.

Metod: Denna studie bygger på en analys av finansiell data hämtad från bland annat årsredovisningar från en rad fastighetsbolag. Utifrån den insamlade datan har bolagens räntetäckningsförmåga analyserats i olika realräntescenarion och vid olika tidpunkter. För att få en mer nyanserad bild har även intervjuer med en grupp representanter för fastighetsbolag, bankfolk och fastighetsexperter från akademien utförts.

Teoretiska perspektiv: Den kvantitativa delen av denna undersökning bygger i första hand på en analys av gapet mellan negativa kassaflöden i form av betalning av räntekostnader och positiva kassaflöden i form av driftöverskott från fastighetsinnehav i de undersökta fastighetsbolagen.

Empiri: Det empiriska materialet i denna studie består av dels kvantitativ data, insamlad från årsredovisningar och officiell statistik. Vidare har kvalitativ data insamlats i form av personliga intervjuer.

Resultat: Studien visar att de undersökta fastighetsbolagens förmåga att täcka sina räntekostnader med hjälp av driftöverskottet av sitt fastighetsinnehav skulle ansträngas om de reala räntenivåerna skulle öka. Undersökningen utvisar också att det råder stor skillnad mellan vid hur höga realräntenivåer olika bolag kommer att få problem med räntetäckningen. Vidare påvisas det att tre av de sju undersökta fastighetsbolagen är mer känsliga för en höjning av realräntorna på lång sikt än på kort medan ett av bolagen är mindre känsligt för en höjning på lång sikt än en på kort sikt.

Abstract

Title: Problems covering interest cost at a higher level of real interest rates? – an analysis of the real-estate corporations on the official lists of the Stockholm stock exchange

Seminar date: 12-01-2006.

Course: Bachelor thesis in Business Administration, 10 swedish credits (15 ECTS)

Authors: Göran Håkansson, Johan Magnusson, Klaus Stuhlpfarrer

Advisors: Göran Andersson, Maria Gårdängen

Key words: Real estate, loan structure, real rate of interest, risk, interest rate theory

Purpose: The purpose of this thesis is to analyze whether the Swedish real-estate companies are sensitive to increases in the real rate of return. The objective is to give an indication as to how the corporations' ability to cover interest rates on their taken loans if the real interest rates go up.

Method: This study is based upon an analysis of financial data obtained from, among other sources, financial reports from a group of real-estate holding companies. From the collected data, the ability of the corporations to cover their interest rate costs has been analyzed with different interest rate scenarios and for different points in time. In order to get a deeper understanding, interviews with a group of representatives to real estate companies, bankers, and academic real estate experts have been conducted.

Theoretical perspectives: The quantitative part of this study is based upon an analysis of the gap between negative cash flows, caused by payments of interest on loans, and positive cash flows, from revenue generated by the stock of real estate held by the examined companies.

Empirical foundations: The empirical material in this study consists of quantitative data, obtained from financial reports and official statistics. It also consists of data obtained through personally conducted interviews.

Conclusions: The study shows that the ability of the studied companies to cover their interest rate cost if the real interest rates become higher. The study also shows that there are great differences between the levels of real interest rates, at which the companies will encounter problems covering their interest payments. Furthermore, the study concludes that three out of the seven companies examined are more sensitive to an increase in real interest rates on a long term, rather than on short term, while one of the companies is less sensitive to an increase on a long term

Innehållsförteckning

Inledning	6
Bakgrund och problemdiskussion	6
Problemformulering	7
Syfte	7
Avgränsningar	8
Metod	9
Metoddiskussion.....	9
Tillvägagångssätt vid insamling av kvantitativ data.....	10
Tillvägagångssätt vid insamling av kvalitativ data.....	13
Antaganden.....	15
Källkritik	18
Historik	19
1990-talets svenska fastighetskris	19
Från byggmästarkalkyl till direktavkastningskalkyl.....	24
Teori	26
Räntebildning	27
Knut Wiksell.....	27
<i>Wiksells teorier testas än idag</i>	28
Riksbankens verksamhet	29
Räntederivat och ränteswapar.....	29
<i>Ränteforward</i>	30
<i>Ränteswapar</i>	30
<i>Räntetak</i>	30
<i>Räntegolv</i>	31
<i>Krage</i>	31
<i>Swaption</i>	31
<i>Callable swaps</i>	31
Empiri	33
Företagspresentation.....	33
<i>Castellum</i>	33
<i>Fabege</i>	35
<i>FastPartner</i>	37
<i>Hufvudstaden</i>	38
<i>Kungsleden</i>	39
<i>Ljungberggruppen</i>	41
<i>Wallenstam</i>	42
Intervjuobjektens åsikter	44
Analys	46
Slutsatser och diskussion	51
Förslag på framtida forskning	53
Appendix	54
Frågeställningar	54
Källförteckning	55

Tryckta källor	55
Elektroniska källor.....	55
Muntliga källor	58
Årsredovisningar	58
Övriga.....	58

Förteckning över tabeller

Tabell 1. Finansanalytikernas rekommendation för redovisning av räntebindning.....	12
Tabell 2. Castellums hyresintäkter 2004	33
Tabell 3. Castellums lånestruktur 2004-12-31	34
Tabell 4. Castellums driftöverskott 2004	35
Tabell 5. Fabeges Hyresintäkter 2004.....	35
Tabell 6. Fabeges lånestruktur 2004-12-31	36
Tabell 7. Fabeges driftöverskott 2004.....	36
Tabell 8. FastPartners hyresintäkter 2004	37
Tabell 9. FastPartners lånestruktur 2004-12-31	37
Tabell 10. FastPartners driftöverskott 2004	38
Tabell 11. Hufvudstadens hyresintäkter 2004.....	38
Tabell 12. Hufvudstadens lånestruktur 2004-12-31	39
Tabell 13. Hufvudstadens driftöverskott 2004	39
Tabell 14. Kungsledens hyresintäkter 2004	40
Tabell 15. Kungsledens lånestruktur 2004-12-31.....	40
Tabell 16. Kungsledens driftöverskott 2004	41
Tabell 17. Ljungberggruppens hyresintäkter 2004.....	41
Tabell 18. Ljungberggruppens lånestruktur 2004-12-31	42
Tabell 19. Ljungberggruppens driftöverskott 2004	42
Tabell 20. Wallenstams hyresintäkter 2004	43
Tabell 21. Wallenstams lånestruktur 2004-12-31.....	43
Tabell 22. Wallenstams driftöverskott 2004	44
Tabell 23. Driftöverskott för aggregatet av de undersökta fastighetsbolagen	46
Tabell 24. Beräkningar för 2004-12-31 med 0,4% inflation och 2% reporänta	47
Tabell 25. Beräkningar för 2007-12-31 med 2% inflation och 3,5% reporänta	48
Tabell 26. Beräkningar för 2004-12-31 med 2,5% inflation och 8,5% reporänta	49
Tabell 27. Beräkningar för 2007-12-31 med 2,5% inflation och 8,5% reporänta	49

Inledning

Bakgrund och problemdiskussion

Det hörs allt oftare varningar för att det tidiga 90-talets fastighetskrasch kan komma att upprepa sig. Det tycks dock råda oenighet i frågan. Somliga skribenter, akademiker och politiker, bland andra Per Tryding, Sydsvenska Industri- och Handelskammaren och Åke Sundström, nationalekonom & pensionerad kanslihusjämnare förmedlar en oro om en bubbla på fastighetsmarknaden. Andra, däribland finansminister Pär Nuder, vill istället tona ner risken och bygger sina uttalanden på att dagens marknad ser helt annorlunda ut jämfört med för 15 år sedan¹. Det tycks också råda oenighet om vilka riskerna är och vem som kan komma att bli lidande.

Många forskare, däribland Jaffee (1994), är eniga om att den värsta delen av den senaste fastighetsbubblan, den som sprack under hösten 1990, uppenbarade sig i marknaden för kommersiella fastigheter i allmänhet och i kontorsfastigheter i synnerhet. I *Bankkrisen inifrån* (1993) beskriver Karl-Henrik Pettersson hur priserna på kontorsfastigheter både dubblades och tredubblades från 1987 och fram till 1990 för att sedan krascha lika dramatiskt. Denna krasch blev en bidragande faktor till den omfattande krisen i det svenska banksystemet i början av 90-talet.

Även om få i förväg verkar ha insett vad som höll på att hända har en rad olika faktorer i efterhand belysts som bidragande orsaker till den problematik som uppstod. Jaffee (1994) tillskriver den kommersiella fastighetskrisen två huvudsakliga orsaker. För det första rådde stor optimism om att kunna tjäna pengar på att köpa och bygga kontorsfastigheter och andra kommersiella fastigheter bland en grupp investerare och byggherrar. Den andra orsaken var enligt Jaffee optimismen hos bankerna, och viljan att ge lån till dessa fastighetsprojekt. Denna optimism torde grunda sig i en kombination av faktiska, ekonomiska och psykologiska, spekulativa faktorer.

Det är svårt att analysera de spekulativa omständigheterna. De är dock en viktig förklarande variabel till överdriven uppgång i fastighetspriserna. Klart är i alla fall att

¹ Nuder ser ingen bostadsbubbla, Dagens Industri, 2005-11-04

aktörerna hade allt för höga förväntningar på möjligheterna till stora vinster. Marknaden för kontorslokaler hade under 80-talet sett stora uppgångar i hyresnivåerna, delvis på grund av den höga inflationstakten. 1988 stagnerade dock den reala hyresökningen medan de nominella hyrorna fortsatte att öka och fastighetspriserna fortsatte att stiga².

Under de sista åren innan den senaste fastighetskrisen steg de reala räntorna. Det rådde dock förväntningar om att den höga inflationstakten skulle sjunka liksom realräntorna. Som en följd av förhoppningarna om sänkta realräntor och stigande fastighetspriser, tillät fastighetsägare direktavkastningskravet på sina fastighetsinnehav att sjunka. I och med det krympte marginalen mellan kapitalkostnader och direktavkastning³. Förfarandet fungerar kanske för ett större bolag med god likviditet och med långsiktig placeringshorisont, men för det stora flertalet fastighetsägare ledde det så småningom till ekonomiska problem när räntorna steg och fastighetspriserna började falla.

Problemformulering

Med bakgrund av det tidiga 90-talets fastighetskris, dess orsaker och följder, samt den senare tidens indikationer på ett stigande ränteläge och de senaste årens prisstegring på fastighetsmarknaden, ser vi ett behov av att utreda fastighetsbolagens risktagande i dagsläget. Vi kommer därför att söka svar på följande fråga:

- Kommer driftöverskottet från fastigheterna täcka de svenska fastighetsbolagens räntekostnader om realräntan stiger?

Syfte

Syftet med denna undersökning är att analysera huruvida de svenska fastighetsbolagen är känsliga för uppgångar i realräntan. Hur kommer fastighetsbolagens räntetäckningsgrad att påverkas vid en eventuell real uppgång i ränteläget? Kommer fastighetsbolagen att möta negativa kassaflöden från sina fastighetsinnehav om realräntan stiger eller kommer de fortfarande att kunna visa positiva kassaflöden? Vår målsättning är att kunna ge en

² *Bankkrisen inifrån*, Pettersson, 1993

³ *Bankkrisen inifrån*, Pettersson, 1993

indikation av huruvida det föreligger möjlighet för en ny fastighetskris inom en omedelbar framtid.

Avgränsningar

Den förra fastighetskrisen i Sverige fick konsekvenser för såväl småhusmarknaden som den kommersiella fastighetsmarknaden. Vi har dock valt att avgränsa oss till att analysera eventuella realränteökningseffekter på den kommersiella fastighetsmarknaden. Även den icke kommersiella bostadsmarknaden är ett intressant ämnesområde men den är antagligen mer svåranalyserad och lär dessutom kräva ett mer nationalekonomiskt än företagsekonomiskt perspektiv.

Vi kommer också att tvingas bortse från en rad andra nationalekonomiska faktorer, såsom sjunkande efterfråga vid högre räntenivåer. Anledningen till detta är dels att effekterna av sådana faktorer ligger nära men inte i vårt direkta intresseområde, samt att kalkyler med hänsyn till dessa skulle göra vårt arbete mycket mer omfattande. De beräkningar som kommer att utföras kommer därför att visa effekterna av att de undersökta företagens räntekostnader ökar som en följd av höjda realräntor med förutsättning att allt annat är lika eller ”*ceteris paribus*”, som det ofta kallas i ekonomisk facklitteratur. Vi räknar dock med att effekterna av de faktorer vi bortser från skulle verka i samma riktning som de problem vi vill undersöka och därför skulle förvärra problemsituationen för fastighetsföretagen snarare än att motverka den. Detta kommer att diskuteras senare i arbetet. Vidare betraktar vi det som nödvändigt att begränsa oss till att studera de fastighetsbolag som var noterade på OMX:s officiella listor den 31 december 2004. Dessa bolags årsredovisningar är lätta att tillgå och kan dessutom, tack vare börsens kriterier för hur de noterade företagens årsredovisningar ska utformas, betraktas som tillförlitliga och någorlunda rättvisande.

Metod

Metoddiskussion

Problemställningens natur är sådan att vi oundvikligen måste analysera sifferdata. Vi kommer därför att behöva samla in och analysera kvantitativ information i form av bland annat balans- och resultaträkningar från en rad fastighetsbolag.

Vi hade för avsikt att studera samtliga börsnoterade fastighetsbolag. Efter närmare övervägande valde vi att koncentrera oss på de renodlade fastighetsbolag som var noterade på Stockholmsbörsens (OMX:s) officiella listor. Då antalet fastighetsbolag som var börsnoterade på de officiella OMX-listorna var relativt litet leder denna begränsning till att vi kan studera hela populationen. Ur årsredovisningarna utläser vi företagens räntestruktur, omfattning av hyresintäkter och räntetäckningsgrad av deras verksamheter. Dessa nyckeltal använder vi sedan för att ge en indikation av företagens känslighet vid en räntehöjning.

Vi skapar en grund för vårt problem utifrån historiska fakta och reda ut nödvändig ekonomisk teori genom kvalitativ datainsamling. Vi genomför intervjuer med representanter för fastighetsbolag, fastighetsanalytiker vid banker samt fastighetsexperter inom akademien. Förhoppningen är att vi, på ett mer nyanserat sätt, ska kunna kartlägga hur allvarligt de ser på riskerna för att fastighetsbolagen ska få problem med sin räntetäckning vid en eventuell real höjning av räntan.

Det finns en risk att vi omedvetet eller medvetet styr valet av intervjuobjekt för att passa våra syften. Denna risk är vi medvetna om men gör vårt bästa för att välja intervjuobjekt med lång erfarenhet av respektive bransch och god inblick i ämnet. Urvalet är i statistisk mening inte representativt för alla fastighetsbolag men detta anser vi inte nödvändigt för vårt syfte.

Användandet av en kvantitativ ansats till insamlandet av data har fått kritik för att den leder till att endast forskarens egen förståelse för ämnet mäts⁴. Det är därför viktigt att vi, innan arbetet med vår kvantitativa undersökning tar fart, skapar oss gedigen kunskap om

⁴ *Var, hur och varför?*, Jacobsen, 2002

det undersökta fenomenet. Vidare påpekar Jacobsen risken för att den extensiva formen av studier, i vilken ett större antal enheter undersöks men med hänsyn till endast ett fåtal variabler, blir så ytliga att data tenderar att bli mindre relevant. Arbetet med att belysa effekterna av ett stort antal förklaringsvariabler skulle dock bli omfattande och får dessutom betraktas som onödigt för att besvara huruvida fastighetsbolagen klarar att täcka sina räntekostnader med hjälp av driftöverskottet från fastighetsinnehavet om realräntan stiger.

Tillvägagångssätt vid insamling av kvantitativ data

Så som vi har beskrivit i tidigare kapitel kommer vi i vår studie att undersöka huruvida de svenska börsnoterade fastighetsbolagen kommer att få bekymmer med att täcka sina räntekostnader med hjälp av de kassaflöden som genereras av företagens fastighetsinnehav i det fall räntenivån ökar realt. Som ett första steg i denna undersökning behöver vi därför definiera hur stora dessa kassaflöden är för vart och ett av de undersökta fastighetsbolagen. Ett fastighetsbolags löpande intäkter utgörs per definition av dess hyresintäkter. Hyresintäkterna med avdrag för fastighetsbeståndets driftskostnader utgör fastigheternas driftöverskott (driftsnetto).

$$\text{Driftöverskott} = \text{Hyresintäkter} - \text{Driftskostnader}$$

Driftskostnader utgörs, förutom av löpande driftskostnader, av periodiskt underhåll och hyresgästanpassning, tomträttsavgäld och fastighetsskatt. Däremot ingår inte bolagsskatt, räntekostnader och andra finansiella kostnader, avskrivningar eller central administration i fastighetens driftskostnader⁵. All nödvändig data för uträknande av de undersökta fastighetsbolagens driftöverskott finns att tillgå i företagens årsredovisningar. Underlaget för en sådan dokumentstudie är enkel att få tillgång till då vi har valt att koncentrera oss

⁵ *Finansanalytikernas Rekommendationer*, Sveriges Finansanalytikers Förening, 2003

på att studera börsnoterade bolag och sådana enligt lag har skyldighet att publicera sina årsredovisningar⁶.

Nästa steg blir att definiera fastighetsbolagens kostnad för anskaffning av kapital. Denna kostnad består av två delar, utöver transaktionskostnader som vi bortser från. Den ena delen är räntan på lånat kapital och den andra delen består av den utdelning som aktieägarna förväntar sig i avkastning på företagets eget kapital. Ränta på lånat kapital måste alltid betalas i sin helhet före en eventuell utdelning till aktieägarna kan göras⁷. Driftöverskottet av fastighetsbolagens fastighetsinnehav måste således i första hand täcka räntekostnaderna för företagets skulder varför vi bortser från kostnaden för eget kapital. Företagets räntekostnader utgör per definition ett negativt kassaflöde. Storleken på detta negativa kassaflöde beror dels av hur mycket skulder företaget har, dels av vilken räntesats företaget lånar till. Att finna omfattningen av de undersökta fastighetsbolagens skulder är inga problem. Skulderna finns redovisade i balansräkningen i företagens finansiella rapporter.

Eftersom olika låntagare utgör olika kreditrisk för långivarna, olika låntagare kan ställa olika säkerheter och olika långivare accepterar olika risktagande kommer de olika fastighetsbolagen att betala olika räntesatser. Räntesatserna kommer också att skilja sig åt beroende på lånens bindningstider och varje fastighetsbolag kan förväntas att ha flera lån från flera olika långivare och med flera olika bindningstider. För att räkna fram hur stort kassaflöde räntebetalningarna utgör måste vi därför ta alla de olika räntesatserna som företaget betalar i beaktande. Enligt Finansanalytikernas Rekommendationer (2003) ”bör (bolaget) presentera en tabell som visar den totala låneskuldens fördelning på räntebindningstider under de kommande fem åren med angivande av den genomsnittsränta som gäller för de lån som avser respektive år”. En sådan tabell skulle kunna se ut som Tabell 1.

⁶ Bokföringslagen (1999:1078; BFL 6 kap.)

⁷ Aktiebolagslag (2005:551, ABL 17 kap)

Tabell 1. Finansanalytikernas rekommendation för redovisning av räntebindning

Räntebindning till lån med rörlig ränta	Lånebelopp	Genomsnittsränta	Andel av lån, %
1			
2			
3			
4			
5			
Räntebindning efter år 5			
Lån i utländsk valuta			
Ovriga lån			
Totalt			

Källa: *Finansanalytikernas Rekommendationer* (2003).

Även denna information är således relativt enkel att få tillgång till genom att studera fastighetsbolagens årsredovisningar. Genom ovanstående tabell kan vi få fram en genomsnittlig räntesats för företagets hela lånade kapital och således också räkna fram hur räntekostnaderna påverkar kassaflödet. Räknar vi på detta sätt fram räntekostnaderna för år 2004, utifrån de uppgifter vi kan finna i 2004 års årsredovisning, får vi rimligen fram en summa som är snarlik den som redovisas under posten för räntekostnader i resultaträkningen i samma årsredovisning. Anledningen till att den redovisade summan och den av oss framräknade summan inte överensstämmer helt är att de siffror vi räknar fram är grundade på lånebilden på bokslutsdagen, medan de redovisade siffrorna grundas på faktiska utbetalningar beroende av en dynamisk lånebild under året fram till bokslutsdagen. Att värdena skiljer sig åt anser vi inte ha någon stor betydelse för vår undersökning då dessa är historiska värden som redan finns att tillgå. Vad som snarare är intressant är hur stora räntekostnaderna kan tänkas bli i nästa årsredovisning, året därpå eller ännu senare.

Valet av framtida år, för vilka vi ska undersöka fastighetsbolagens räntetäckningsmöjligheter, har gjorts utifrån en bedömning av hur mycket den reala räntan sannolikt kommer att öka som minst. Riksbankens mål för inflationsnivån är satt till en årlig inflation om 2%⁸. I dagsläget är inflationen i Sverige dock lägre. 2004 var den årliga inflationen 0,4 % mätt som förändring av KPI⁹. Vi tror oss kunna, med relativ säkerhet, säga att inflationen kommer att stiga med cirka 1,6 procentenheter de närmaste

⁸ Konjunkturinstitutet, 2005-12-21, <http://www.konj.se>

⁹ Konjunkturinstitutet, 2005-12-21, <http://www.konj.se>

åren. I Konjunkturläget december 2005 gör Konjunkturinstitutet prognosen att inflationen, mätt i KPI, kommer att nå 2 % under 2007.

Det är värt att hålla i minnet att ökningen inte kommer att ske med absolut säkerhet utan är en prognos. Vårt val av horisont för vår studie har dock, utifrån denna prognos, fallit på årsskiftet 2007 – 2008.

Tillvägagångssätt vid insamling av kvalitativ data

En grupp om sex personer har intervjuats om sina erfarenheter av och sitt tillvägagångssätt vid riskhantering och ränteduration. För att få en så nyanserad bild som möjligt av undersökningsgruppens erfarenheter, har enskilda intervjuer genomförts utifrån en kvalitativ ansats.

Intervjuformen gav oss friheten att inte ha i förväg uppgjorda frågor. Vi formulerade en frågeguide som innehöll en lista på frågeområden som vi tänkte ta upp med den intervjuade. Inför intervjuerna läste vi på om bolagen via deras hemsidor och årsredovisningar. Vi studerade också artiklar som Stellan Lundström, professor i fastighetsekonomi på Kungliga Tekniska Högskolan, skrivit genom åren och läste på om aktuella strategier kring ränteswapar innan vi träffade Jonas Månsson, ränte- och valutahandlare på Nordea Markets. Vi ansåg oss väl förtrogna med frågorna och bolagen vilket underlättade i intervjuerna vid följdfrågor. En person utförde samtliga intervjuerna. Detta för att få en likvärdig tolkning av de svar som mottogs och för att få en likvärdig diskussion med respektive intervjuobjekt. Nackdelen med att låta en person genomföra intervjuerna är att de är tidskrävande och att tiden var en bristvara för oss. Vi såg det som en fördel att låta en något senior person ta hand om intervjuerna eftersom han med sin erfarenhet blev en mer naturlig diskussionspartner för de intervjuade. Att dela erfarenheter kan möjligen liknas vid att man delar en ideologisk kod¹⁰.

¹⁰ *Kvalitativa intervjuer*, Trost, 1993

Vi har genomfört intervjuer med följande personer:

- Stellan Lundström, professor i fastighetsekonomi på KTH
- Björn Möller, vice VD ACTA Fondförvaltning
- Johan Risberg, Finansdirektör Kungsleden
- Olle Knaust, vice VD Fabege
- Mats Andersson, Fondförvaltare Nordea Bank
- Jonas Månsson, Ränte- och valutahandlare Nordea Markets

Var det då viktigt att lyssna på finansiellt erfarna aktörer? Har deras olika bakgrund och erfarenhet någon påverkan på relevansen i deras svar? I en studie presenterad tidigare i år i *Scandinavian Journal of Psychology*¹¹ visade några forskare på ett samband mellan trovärdiga svar och kognitiva intervjuer baserade på informerade intervjuoffer. Man hade delat upp en grupp av barn i tre delar, en som fick se en film om en fakir och sedan blev utsatta för en kognitiv intervju, en annan som själv fick fantisera samman en story kring en fakir och sedan blev utsatta för en kognitiv intervju och slutligen en tredje som fantiserade och blev utsatta för en strukturerad intervju. Den första gruppen lämnade mer omfattande och uttömmande svar med bättre visuella och känslosamma berättelser. Man ska inte dra för långtgående svar på studien, forskarna förespråkar mer studier i „Reality Monitoring”, RM som man kallat tekniken.

Vi tänkte oss att om vi fick samtala med personer som varit med vid fastighetskrisen i början av 1990-talet så skulle vi få mer uttömmande svar. De skulle troligen ha bättre möjlighet att se olika scenarion framför sig och kanske kunde vi se ett samband med hur de agerade i sina risktaganden.

¹¹ *Interviewing children with the cognitive interview: Assessing the reliability of statements based on observed and imagined events*, A Larsson & P A Granhag, *Scandinavian Journal of Psychology*, 2005

Antaganden

Framtida räntekostnader är givetvis i det närmaste omöjliga att förutse då vi inte vet vilken upplåning som kommer att göras i framtiden och till vilken räntesats. Vi måste därför göra en rad väl grundade antaganden.

Vad det beträffar bolagens upplåning kan vi ställa upp ett antal scenarion. Ett av dessa skulle vara att skulderna hålls kvar vid samma värde som föregående år – antingen reall eller nominellt sett. Ett annat scenario skulle kunna vara att skulden ökar eller minskar enligt ett historiskt mönster. Det är givetvis inte troligt att de undersökta bolagens upplåning kommer att vara konstant. Upplåningen har inte varit konstant tidigare och beroende på bland annat varje individuellt företags skiftande behov av kapital och skiftande kostnad för olika former av kapitalanskaffning anser vi det högst troligt att upplåningen även i framtiden kommer att variera. Ett försök från vår sida att skatta en sådan utveckling skulle dock komma att grundas nästan uteslutande på spekulationer. Vi väljer därför att arbeta utifrån ett antagande om att all upplåning kommer att vara nominellt sett konstant efter bokslutsdagen 2004. Detta antagande innebär med andra ord att vi antar att inga nya lån kommer att tas och inga amorteringar kommer att göras eller att alla amorteringar matchas med upptagande av nya lån till motsvarande summa. Vi inser givetvis att detta inte är något realistiskt antagande och vi kommer därför inte att kunna kvantifiera någon risk. Dock hoppas vi kunna ge en indikation åt vilket håll det skulle kunna gå om eller snarare när realräntorna stiger.

Som vi redan har konstaterat kommer de olika fastighetsbolagen som undersöks att möta varierande räntesatser på grund av att de tagit upp lån hos kreditgivare med olika riskbenägenhet och att bolagen utgör olika risk för sina kreditgivare. Det är därför förväntat att de kommer att möta olika räntesatser också efter en eventuell real höjning av räntan.

Liksom företagens kapitalbehov är dynamisk kommer med största sannolikhet även den risk de utgör för sina långivare troligen att variera. Storleken på denna risk förklaras delvis av marknadsvärdet på ställda säkerheter – i fastighetsbolagens fall oftast fastigheter – men också av företagens förmåga att betala räntor och amorteringar, så kallad default-risk. Default-risken är i sin tur delvis beroende av storleken på företagens

fastighetsbestånd och driftöverskottet från detta. Den räntenivå fastighetsbolagen kommer att möta är beroende av en lång rad faktorer och att försöka fastställa utvecklingen av dessa är även det en komplex uppgift.

För att kunna göra en förenklad prognos av de räntesatser de undersökta bolagen kommer att möta i framtiden gör vi antagandet att även företagens fastighetsbestånd hålls konstant efter bokslutsdagen 2004, det vill säga att vi antar att inga fastigheter realiserar eller förvärvas. Vi arbetar också utifrån ett antagande om att marknadsvärdet av ställda säkerheter, fastigheter, förblir konstant. Även dessa är i sig orimliga antagande men skänker på samma gång validitet till antagandet om konstant behov av kapital. Detta antagande leder också till att undersökningen kommer ge en indikation av de undersökta bolagens fastighetsbestånds (per 2004-12-31) förmåga att i framtiden täcka räntorna för de lån som finansierar dessa fastigheter snarare än hela fastighetsbolagets framtida förmåga att täcka sina framtida räntekostnader. Ifall räntorna stiger reallt så ökar rimligen default-risken, det vill säga företagens förmåga att betala amorteringar och räntor, och därmed skulle kreditgivarna kräva en högre riskpremie och räntekostnaderna skulle öka ytterligare. Detta skulle medföra att fastighetsbolagens svårigheter att täcka sina räntekostnader skulle öka.

I vår inledande granskning av de undersökta fastighetsbolagens årsredovisningar har vi funnit att samtliga hade bundit räntorna på delar sina lån över olika långa löptider. Dessa bundna räntor antas i vår undersökning vara nominellt konstanta. Dock kommer dessa räntekontrakt så småningom att förfalla och behöva omförhandlas eller tillåtas att övergå till att bli lån med rörliga räntor (kort ränta). I ett läge med stigande reala räntor kommer de långa räntorna att vara högre än de korta. Detta är fallet redan idag, vilket kan ses som ett tecken på att stigande räntor är att vänta. Om den rörliga räntan är lägre än de långa kan ett rationellt företag, som vill hålla sina räntekostnader så låga som möjligt, förväntas välja att inte binda sina lån när kontrakten förfaller utan istället förlita sig på rörliga räntor i sin kapitalanskaffning. Vi antar således att alla långa lån kommer att omvandlas till lån med rörlig ränta. Utvecklingen av den rörliga räntan antas följa utvecklingen i inflationen samt den del av utvecklingen av reporäntan som inte kan härledas till ökad inflation.

Hur hög kommer då denna rörliga ränta att bli och vilken tidpunkt ska vi välja att studera? Såväl i dagsläget (2005-12-21) som vid årsslutet 2004 är inflationen i Sverige relativt låg jämfört med Riksbankens inflationsmål på 2 %. Det är, enligt Konjunkturinstitutet, troligt att såväl inflationen som reporäntan kommer att öka¹². Utifrån Konjunkturinstitutets prognoser för inflationsutvecklingen kan vi således härleda när inflationen kommer att nå 2 %.

Vad beträffar det framtida kassaflödet i form av driftöverskott har vi antagit att de totala årliga hyresintäkterna förblir reellt konstanta. Detta innebär att längre kontrakt skulle vara indexerade mot inflationen och att löpande kontrakt, såsom hyreskontrakt för bostäder, fortlöpande omförhandlas så att hänsyn tas till inflationen. Att anta en sådan indexering är, i vår mening, ett inte helt orimligt då det i våra intervjuer med representanter för fastighetsbolag har framkommit att de flesta av de tillfrågade nyttjar sådana kontrakt. Att hyresintäkterna för den sakens skull förblir konstanta är dock ej säkert då bland annat höjda räntenivåer i ekonomin kan leda till en minskad efterfrågan på lokaler vilket skulle kunna resultera i både högre vakansgrad och att hyrorna pressas ner. Detta skulle dock endast försämra fastighetsbolagens räntetäckningsmöjligheter varför vi väljer att göra antagandet om reellt konstanta hyresintäkter i våra uträkningar. Vi gör också ett antagande om att kvoten av driftöverskott per hyresintäkter förblir konstant.

För att inte enbart förlita sig på en real prisuppgång på fastighetsbeståndet måste ett fastighetsbolag generera ett driftöverskott som inte understiger dess räntekostnader för att kunna nå ett positivt resultat. Att helt förlita sig på real prisökning är ett högst spekulativt förfarande. Vi kommer i senare kapitel att närmare beskriva hur fastigheter används i ett sådant spekulativt syfte, hur det inte alltid är fel men hur förfarandet orsakade problem under den senaste fastighetskrisen.

Även om fastighetsinnehavaren räknar med att det reala marknadsvärdet av fastighetsbeståndet på lång sikt kommer att stiga kommer fastighetsinnehavet onekligen att generera ett negativt kassaflöde så länge driftöverskottet inte överstiger dess

¹² Konjunkturinstitutet, 2005-12-21, <http://www.konj.se>

räntekostnader. En fastighetsägare med god tillgång till kapital kan stå ut med detta men det är i längden inte en hållbar affär.

Källkritik

Vi utgår ifrån att reliabiliteten i årsredovisningarna som vi kommer att använda oss av är hög. De data vi samlar in med hjälp av intervjuer kan däremot vara behäftad med en lägre grad av reliabilitet, då vi inte alltid kan kontrollera om intervjuobjekten talar sanning. Vi kan till exempel tänka oss att intervjuobjekt bedömer viss information som känslig och därför inte vill dela med sig av den eller att intervjuobjektet helt enkelt inte besitter rätt kunskap eller väljer att modifiera sanningen av prestigeskäl. Vi kommer att beakta detta när vi drar våra slutsatser och kommer att försöka minimera dessa effekter genom att intervjua personer med samma position i alla undersökta fastighetsbolag samt att ställa samma frågor till samtliga av dessa. Vi kommer också att använda oss av samma intervjuare vid alla tillfällen för att minimera risken för att en eventuell intervjuareffekt påverkar respondenterna på olika sätt.

Historik

1990-talets svenska fastighetskrasch

För knappt femton år sedan gick Sverige igenom en av de större finansiella kriserna i modern tid. Upprinnelsen var en krasch på fastighetsmarknaden som ledde till allmänt kaos i banksystemet. Vi anser att det är nödvändigt att skapa förståelse för vad som orsakade den senaste fastighetskrisen för att vi ska kunna förstå hur en ny kris för fastighetsbolagen skulle kunna uppstå. Hur det kom sig att det spekulerades i fastigheter och vad det var som fick bubblan att spricka. Först när detta är gjort kan vi angripa empirin för att ta reda på hur verkligheten ser ut idag jämfört med då och beräkna konsekvenserna för fastighetsbolagen av en eventuell räntehöjning.

Finansminister Pär Nuder har rätt när han säger att ”vi har ett helt annat läge än på 80-talet, med en låginflationsekonomi”¹³. En rapport från Riksbanken¹⁴ visar att inflationen stigit på senare tid och kommer att stiga måttligt framöver för att om ett par år ligga i linje med målet på 2 procent. Men det finns också många paralleller med 80-talet. Visserligen var inflationen hög då och är låg nu men liksom på 80-talet är konjunkturen i Sverige just nu på uppgång¹⁵. Liksom då är ränteläget lågt men marknadsräntorna har börjat stiga. Riksbanken utesluter inte att reporäntan kan komma att behövas höjas mer än vad marknadsräntorna implicerar redan under våren och vintern¹⁶. En höjning av reporäntan skulle sannolikt medföra en uppgång även i marknadsräntorna.

Är det då överhuvudtaget intressant att analysera vad det var som hände? Kan vi lära av historien eller kan det som hände då hända igen? Var vi inne i en trend som bröts eller var det som skedde ett uttryck för en cykel som återkommer?

En fråga som makroekonomer kämpat med kring fluktuation av utbudet är vad som är en trend och vad som är en cykel¹⁷. Man är ense om att de kortsiktiga fluktuationerna följer en långsiktig trend och frågan är därför vad som karakteriserar trenden. Ett sätt att

¹³ Nuder ser ingen bostadsbubbla, Björn Hedensjö, DI:s nätupplaga, 2005-11-04,

¹⁴ Riksbanken, 2005-12-02, <http://www.riksbank.se>

¹⁵ Konjunkturläget Augusti 2005, Konjunkturinstitutet, 2005

¹⁶ Riksbanken, 2005-12-02, <http://www.riksbank.se>

¹⁷ *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*, Fischer, 2003

angripa problemet är att se det som att ekonomin är angripen av olika mindre chocker. Några av dessa, till exempel ökad produktivitet och större arbetskraft får långvarig effekt på ekonomin. Andra får mer kortsiktiga effekter som försvinner över tiden. Det kan vara dåliga skördar, förändringar i statens utgifter och förändringar i penningmängden. Man kan då se de mer permanenta chockerna som del av trenden medan de kortsiktiga förändringarna har mer med cykeln att göra.

Fastighetskrisen som vi upplevde i början av nittiotalet var ett resultat av en längre trend som genom förändrade förutsättningar kom att brytas. Trendlinjen hade dragits ut in absurdum av spekulativa investerare och de som fick betala kalaset var bankerna och i slutändan skattebetalarna.

Det är svårt att peka ut en ensamt orsakande faktor till att fastighetsmarknaden under den senare delen av 80-talet råkade i en överhettning. Krisen föranleddes av en rad i sig positiva faktorer som tillsammans kom att bidra till det ödesdigra utfallet. Det hade sedan 1983 skett en uppgång i konjunkturen och det rådde optimism och framtidstro både inom näringslivet och bland hushållen. Detta ledde till en ökad konsumtion och en ökad investeringsvilja¹⁸. Ett ökat sparande hos hushållen och en kreditexpansion understödd av nationalbanken för med sig rörelser i marknaden som initialt får likvärdiga effekter på ekonomins kapitalstruktur men som i slutändan drastiskt skiljer sig åt¹⁹. Under sjuttiotalet inleddes den statliga upplåningen i utländsk valuta. Under ett drygt decennium byggdes en utländsk valutaskuld upp på mellan åttio och nittio miljarder kronor. Det var billigare för staten att låna till låga utländska räntor, förutsatt att den svenska kronan behöll sitt värde gentemot utländska valutor. Genom att moderera med de korta räntorna kunde Riksbanken stabilisera kronkursen. Man kunde dessutom styra över bankernas utlåning genom det så kallade utlåningstaket²⁰. Detta tak avskaffades i oktober 1985 vilket fick till följd att bankerna i en konkurrenssituation gick kunderna/låntagarna till mötes. Efter avregleringarna fanns incitament hos låntagarna att öka belåningen. Både Pettersson (1993) och Jaffee (1994) påpekar att det i mitten av 1980-talet i allmänhet rådde optimistiska förväntningar om tillväxttakten i behovet av kontorsyta. Jaffee förklarar en

¹⁸ *Bakkrisen inifrån*, Pettersson, 1993

¹⁹ Fritt översatt: *Can Monetary Stabilization Policy be Improved by CPI Futures Targeting?*, Garrison & White, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29, 1997

²⁰ *Bakkrisen inifrån*, Pettersson, 1993

del av denna optimism med att det skedde en snabb tillväxt i finans-, fastighets- och konsultföretagen – branscher som har stor efterfrågan på kontorsytor, samtidigt som behovet av kontorsyta per anställd ökade.

Det finns analyser som tyder på att nya strukturer är något som ökar sannolikheten för bubblor. ”Den avreglerade kreditmarknadens roll i slutet på 80-talet var kanske att den kunde användas som ett argument för att det som hände - t ex den snabba kreditexpansionen - inte borde ses som något anmärkningsvärt och oroande, utan kunde tolkas som något rimligt i en ny situation”²¹.

Hushåll och företag hade inte varit tillåtna att låna så mycket som de önskade. Det var attraktivt att låna eftersom inflationen var så hög som 7,4 % 1985 enligt Villy Bergström, i en artikel i Penning och valutapolitik (1999). Skattesystemet gynnade låntagande och den faktiska realräntan pressades härigenom ner till nivåer som ofta låg under noll²². Efter avregleringen fanns det således incitament att vid rådande ränteläge öka sin upplåning. Samtidigt som efterfrågan på krediter ökade tillät avregleringen bankerna och kreditinstituten att öka tillgången. Dessa faktorer tillsammans ledde till att marknadspriserna på tillgångar som fastigheter och aktier kom att stiga kraftigt. Prisstegringen på realtillgångar ledde till att upplåningen kunde ökas ytterligare, då värdet på säkerheten ökade. Detta ledde i förlängningen till en överhettning då den finansiella bubblan blåstes upp allt mer²³.

Nedgången, och bubblans briserande som kom under hösten 1990, utlöstes, enligt Fregert och Jonung (2005) av en rad inhemska och internationella faktorer. När den svenska inflationstakten minskade kraftigt och de nominella räntorna samtidigt ökade, steg den reala räntan (nominell ränta minus inflationstakt) snabbt vilket Fregert och Jonung pekar ut som den främsta orsaken bakom den kris som uppstod. Med en stigande realränta sjunker nuvärdet av reala tillgångar och därmed sjunker även deras marknadsvärde. Det hade också genomförts en rad reformer på kreditmarknaden. Fram till mitten av 80-talet hade Riksbanken haft möjlighet att styra priserna på bankernas utlånings- och inlåningsprodukter. Riksbanken hade också varje år bestämt hur mycket bankerna fick

²¹ Hans Lind i Ekonomisk Debatt nr 1/1988

²² *Makroekonomi – teori, politik & institutioner*, Klas Fregert & Lars Jonung, 2005

²³ *Makroekonomi – teori, politik & institutioner*, Klas Fregert & Lars Jonung, 2005

öka sin utlåning till allmänheten genom det så kallade utlåningstaket²⁴. Avskaffandet av detta utlåningstak, i november 1985, kom att påverka beteendet hos både långgivare och låntagare. Hushåll och företag hade inte varit tillåtna att låna så mycket som de önskade. Det var attraktivt att låna eftersom den höga inflationen och därmed de höga inflationsförväntningarna, tillsammans med ett skattesystem som gynnade låntagande, pressade ner den faktiska realräntan till nivåer som låg nära eller under noll²⁵. Efter avregleringen fanns det således incitament att vid gällande ränteläge öka sin upplåning. Samtidigt som efterfrågan på krediter ökade tillät avregleringen nu banker och kreditinstitut att öka tillgången, vilket i sin tur förde med sig att marknadspriserna på tillgångar som fastigheter och aktier kom att stiga ytterligare. Prisstegringen på realtillgångar ledde till att upplåningen kunde ökas ytterligare, då värdet av tillgångarna som kunde ställas som säkerhet ökade. Denna spiral ledde i förlängningen till en överhettning och den finansiella bubblan blåstes upp allt mer²⁶.

Studieförbundet för Näringsliv och Samhälle, SNS, lät Berkley-professorn Dwight Jaffee undersöka faktorerna på fastighetsmarknaden. Han menade att fundamentala faktorer ur ett makroekonomiskt perspektiv kunde förklara prisökningarna och det nya byggandet under andra halvan av åttiotalet²⁷. En uppgång i konjunkturen och en optimism både inom näringslivet och bland hushållen ledde till en ökad konsumtion och en ökad investeringsvilja²⁸. I början av trenden upplevde svenskarna realinkomstökningar, höga realräntor och en god kredittillgång. BNP ökade med tre procent om året. Tjänstesektorn växte och ytan per anställd ökade i takt med att de tekniska apparaterna blev fler. I mitten av nittiotalet hade Sverige sannolikt den största ytan per anställd i världen! Med efterfrågan steg fastighetspriserna liksom nybyggnationen.

Vid övergången till nittiotalet gick ekonomin in i ett lugnare tempo och de fundamentala faktorerna blev ofördelaktiga. Dwight Jaffe visade på lugnare tempo och andra faktorer som minskade efterfrågan på lokaler. Han menade alltså inte att vi hade fått en bubbla men att det förekommit överdrifter på sina håll och att bankerna kanske hade varit för

²⁴ *Bankkrisen inifrån*, Karl-Henrik Pettersson, 1993

²⁵ *Makroekonomi – teori, politik & institutioner*, Klas Fregert & Lars Jonung, 2005, s.489

²⁶ *Makroekonomi – teori, politik & institutioner*, Klas Fregert & Lars Jonung, 2005

²⁷ SNS pressmeddelande, 28 nov 1994 efter Jaffes rapport

²⁸ *Bankkrisen inifrån*, Pettersson, 1993

frikostiga. Aktörerna var villiga att acceptera allt lägre direktavkastning då man räknade med fortsatt hög inflation och fortsatta värdestegringar. Enligt Jaffe var det som skedde på svensk fastighetsmarknad i början av nittiotalet ett skolexempel på Fischers och Wicksells konjunkturteorier.

Jaffes uppdragsgivare inom SNS höll i stort med honom i hans slutsatser men underströk att aktörerna på marknaden varit alltför spekulativa och räknat med fortsatt hög inflation och att de skulle hinna ”kliva av innan marknaden vände neråt”²⁹.

Det faktum att fastighetsbolagen var högt belånade och att aktörerna var införstådda med upplägget och anledningarna visar att det inte var en orealistisk bubbla utan en kalkylerad trend. Genom förändrade förutsättningar fick trenden likt Fischers tes kring utbudsfluktuationer ett abrupt slut. Några, bland andra Stellan Lundström på KTH varnade men de flesta hängde bara med i trenden³⁰. Lundström visade på att ett 2 % lägre driftsnetto per år krävde ett 9 % direktavkastningskrav. Detta menade han kunde pressa fastighetspriserna med 45 %. Till detta skulle även likviditeten inverka.

Då fastighetsbolagen i allmänhet hade en hög belåningsgrad blev krisen större för fastighetsförvaltande än för investmentbolag och andra aktieförvaltande företag, vilka inte hade lika hög skuldsättningsgrad³¹. De lån som hade finansierat de fastigheter och andra reala tillgångar, vars marknadsvärde nu sjönk, förblev nominellt sett konstanta och därmed ökade fastighetsbolagens lånekostnader. Allt fler fastighetsägare fick till följd av detta problem samtidigt som värdet på de fastigheter som kunde avyttras minskade på en marknad som blev allt mindre likvid³².

Skattereformen 1990/91 ändrade förutsättningarna radikalt. Det nya skattesystemet skulle innebära en likformig beskattning av inkomster, varor, tjänster och insatsfaktorer (SOU 2002:47). Kostnaden för krediter steg och reavinstbeskattningen förändrades.

Fastighetsbolagen hade belånat innehaven hos bankerna och lagt topplånen i finansbolagen. Finansbolagen hade i sin tur gett ut företagscertifikat som bankernas hade investerat i. Förutsättningarna hade ändrats, trenden bröts, bankerna fick

²⁹ Melker Schörling, SNS pressmeddelande, 28 nov 1994

³⁰ *Vad händer vid en lågkonjunktur?*, Dagens Industri, 1990-10-22

³¹ *Att lära av historien*, Lindgren i *Bankkrisen*, 1994

³² *Makroekonomi – teori, politik & institutioner*, Klas Fregert & Lars Jonung, 2005

fastighetsbolagen i knäna. Bankerna fick problem och staten fick ta över en stor del av fastigheterna och upprätta en bankakut för att garantera systemet. Fastighetskrisen var ett faktum.

Från byggmästarkalkyl till direktavkastningskalkyl

Karl-Henrik Pettersson (1993) beskriver hur inställningen till investeringar i fastigheter förändrades runt 1980. Fram till dess hade, enligt Pettersson, i allmänhet den så kallade byggmästarkalkylen utnyttjats. Denna kalkylmetod innebar att en investering i en fastighet betraktades som en investering i vilken rörelse som helst, vars kapitalkostnad skulle täckas av fastighetens driftsnetto. Det var heller inte ovanligt att driftsnettot förväntades täcka kapitalkostnaden från år ett. Under 1970-talet var den reala prisutvecklingen för fastigheter negativ på många svenska delmarknader. Detta betydde att direktavkastningen av ett fastighetsinnehav kunde vara lägre än den faktiska avkastningen. Med andra ord kunde en real minskning av fastighetens marknadsvärde finansieras med hjälp av direktavkastningen.

Med 80-talet kom vad Pettersson kallar direktavkastningskalkylens tid. Steg för steg anammades en filosofi i vilken innehavet av en fastighet kan liknas vid ett innehav i aktier eller obligationer. Fastigheter kom att värderas till nuvärdet av de kassaflöden som kunde förväntas falla ut under planeringsperioden. Dessa kassaflöden kunde förutom driftöverskotten också tillåtas att innefatta ett eventuellt restvärde av fastigheten vid planeringshorisonten. När även nuvärdet av fastighetens restvärde vid planeringshorisonten togs i beaktande kom totalavkastningen, som utgörs av summan av fastighetens direktavkastning och dess prisökning under innehavsperioden, att få allt större betydelse vid en investeringskalkyl. I det marknadsklimat som rådde under den senare delen av 80-talet, med fastighetspriser som steg i reala termer och optimism om fortsatt real värdeökning, kunde direktavkastningen tillåtas att sjunka. För stora investerare med långsiktig placeringsfilosofi och goda ekonomiska resurser, så som försäkringsbolag var direktavkastningskalkylen, enligt Pettersson, helt naturlig. Försäkringsbolagen led ingen större skada om förvaltningen av deras fastighetsinnehav

inte genererade några driftöverskott eller rent av gick med förlust så länge fastighetspriserna ökade och antagandena om en viss realränta och inflation infriades.

En amerikansk studie, (*After the fall - After the fall; House prices, 2005*), som nyligen publicerades i *The Economist*, behandlar ett exempel på hur direktavkastningskalkylen används av småhusspekulanter i USA. Där har investerare, många gånger enskilda privatpersoner, köpt och hyr ut småhus med förväntan om att marknadsvärdet ska stiga. Ofta utan att hyresintäkterna täcker investerarens räntekostnader. Artikelförfattaren uttrycker oro och liknar fenomenet vid det sena 90-talets börsbubbla, då investerare köpte aktier i icke vinstgivande företag, lockade av stigande priser och med förhoppning om en ytterligare prisökning.

Teori

Ränterisker

Det finns flera mer eller mindre exakta metoder att mäta ränterisker. Med utgång ifrån de metoder som presenteras i Lars Söderlinds *Att mäta ränterisker* (2001) kan vi utveckla vår egen uppfattning. Om vi betraktar driftöverskotten från fastighetsbolagens innehav av fastigheter som en ränteavkastning från en tillgång, en ganska naturlig liknelse, kan nettot mellan kassaflöden i form av driftöverskott och kassaflöden i form av betald ränta på lånat kapital behandlas som ett räntenetto. Söderlind ger exempel på tre metoder för att mäta ränterisk med räntenetto som målvariabel; gapanalys, simulering och "Earnings at Risk". Dessa metoder har olika sofistikeringsnivå och därmed också olika karaktäristiska.

Gapanalysen, som introducerades på 1970-talet, var den första tekniken för att analysera ränterisker och används fortfarande av banker och finansinstitut. Denna metod är den minst sofistikerade av de tre och ger snarare en indikation av ränterisken än några exakta värden. Analysen "visar skillnaden mellan volymen räntekänsliga tillgångar och räntekänsliga skulder som kan utsättas för ränteförändringar under en viss vald tidsperiod"³³. Metodens låga grad av sofistikeringsnivå ligger bland annat i att den inte kvantifierar den totala risken och är mycket förenklad; bland annat görs antaganden att räntebindningstider inte kommer att påverkas av framtida händelser eller förändrade villkor, alla räntor antas förändras plötsligt i slutet av varje tidsficka och förväntas därefter vara konstant fram till slutet av nästa tidsficka, alla tillgångar och skulder antas kunna återinvesteras till samma ränta och alla affärsvolymerna antas vara konstanta.

Vår analys kommer att bära vissa likheter med Söderlinds gapanalys. Liksom Söderlinds modell kommer vår analys ej att kunna kvantifiera någon risk utan snarare, som vi har konstaterat tidigare, att ge en indikation av risken för att de undersökta fastighetsbolagen kommer att få svårigheter att täcka sina räntekostnader vid en eventuell ökning av realräntan.

³³ *Att mäta ränterisker*, Lars Söderlind, 2001, s.24

Räntebildning

Ränta är priset någon betalar för att tillfälligt få tillgång till pengar som någon annan i själva verket äger, oftast uttryckt som en procentsats av det lånade kapitalet per år³⁴. Den korta räntebildningen avser prissättningen av penningmarknadens instrument från en dag till uppemot ett år. Målet är att hålla inflationen på en låg och jämn nivå. Eftersom Riksbanken är ensam utgivare av vår valuta har de en viss möjlighet att styra räntan i ekonomin. De arbetar med tre olika räntor: inlåningsräntan, utlåningsräntan och reporäntan. Reporäntan är den viktigaste styrräntan. En repa innebär att Riksbanken köper upp statsskuldväxlar i marknaden för att öka likviditeten i banksystemet³⁵.

Likviditetspreferensteorin säger att placerarna föredrar korta löptider framför längre. Obligationer med längre löptider är mer riskfyllda även om man utgår från samma innehavstid. Orsaken är att obligationer med längre löptider är mer känsliga för ränteförändringar. Riskaversion kräver en riskpremie för att investerarna ska placera i långa tillgångar. Riskpremien antas bli större vid längre löptid³⁶.

Knut Wiksell

För snart hundra år sedan skrev lundaprofessorn Knut Wiksell om sin tes i *Economic Journal* XVII (1907). Han hade året innan hållit ett föredrag inför the Economic Section of the British Association och sagt att om allt annat var lika och de ledande bankerna i världen skulle sänka sina räntor med en procent under gängse marknadsränta och hålla kvar räntenivån i några år så skulle priset på råvaror stiga och stiga utan någon övre gräns. Om bankerna istället valde att höja räntan en procent över normal ränta så skulle priset på alla varor falla och falla mot noll. Det här är en högst hypotetisk fråga, precis som Wiksell själv skrev. Ingen enskild bank, inte ens ett lands alla banker skulle kunna styra räntan övre längre tider på ett sådant sätt.

Räntorna är aldrig höga eller låga i sig självt utan endast i relation till de vinster som personer gör med pengarna i sina händer och dessa vinster varierar självklart. I goda tider när handeln är omfattande är vinsterna goda och, vilket har stor betydelse, förväntas

³⁴ A Glossary of Political Economy Terms, Dr Paul M. Johnson,

³⁵ Hossein Asgharian, vid föreläsningar vid Lunds Universitet 2002

³⁶ Hossein Asgharian, vid föreläsningar vid Lunds Universitet 2002

förbli så. I dåliga tider är vinsterna låga och förväntas förbli så. Räntan följer samma mönster men inte med omedelbar verkan utan med viss eftersläpning³⁷.

Wicksell levde på en tid då guldpriset var måttstocken på ekonomiernas välmående. Han konstaterade vidare i sin text att om steget till ett perfekt monetärt system togs, om guldets betydelse minskade och sedlarna, eller ännu hellre enheten som bankernas konton är nominerade i skulle bli tongivande, då skulle ett fast pris på pengar vara möjligt att styra. För att lyckas med detta menade Wicksell att en central världsbank skulle styra över räntorna. Detta skulle man uppnå genom att sänka räntan när varupriserna blev för låga och höja räntan när priserna blev för höga³⁸.

Det här skrev Knut för hundra år sedan och idag lever vi mitt i hans hypoteser. Wicksell innehar en betydande position inom det som kallas den monetära ekonomins historia. Han anses vara pappa till den ”kumulativa processen”. Processen som är mekanismen ”variationer av den ”naturliga” räntan påverkar priserna att förändras³⁹.

Wicksells teorier testas än idag

Genom att jämföra den korta nominella räntan med den ”naturliga” räntan har man i England kunnat visa om inflationen är på väg att öka eller minska⁴⁰.

I sin rapport lyckas Larsen beräkna en annars inte observerbar ”naturlig” ränta. Den ledande indikatorn blir då realränte-gapet, skillnaden mellan den beräknade ”naturliga räntan” och den beräknade realräntan. Larsen har med denna indikator kunnat påvisa om inflationen är på väg att förändras i någondera riktningen.

³⁷ *The Influence of the Rate of Interest on Prices*, Knut Wicksell, *Economic Journal* XVII, 1907

³⁸ *Wicksell on the Classical Theories of Money, Credit, Interest and the Price Level: Progress or Retrogression*, *The American Journal of Economics and Sociology*, juli 1999

³⁹ *Wicksell on the Classical Theories of Money, Credit, Interest and the Price Level: Progress or Retrogression*, *The American Journal of Economics and Sociology*, juli 1999

⁴⁰ *The informational content of empirical measures of real interest rate and output gaps for the United Kingdom*, Jens D J Larsen, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2004

Riksbankens verksamhet

De flesta västeuropeiska länder har en centralbank som mer eller mindre oberoende styr över respektive lands räntor (och därigenom valuta). Riksbanken är Sveriges centralbank. Riksbankens huvuduppgifter är att upprätthålla ett stabilt penningvärde och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Med stabilt penningvärde menas som regel låg och stabil inflation. Genom att förändra styrräntan påverkar Riksbanken inflationsutvecklingen. Denna är den samma som dagslåneräntan, den kortaste räntan på penningmarknaden. Dagslåneräntan påverkar marknadsräntorna vilka påverkar prisutvecklingen. Denna process brukar man kalla transmissionsmekanismen⁴¹.

”Riksbanken styr prissättningen av finansiella kontrakt genom dess in- och utlåningsräntor över natten i RIX. Syftet med styrningen är att uppnå Riksbankens övergripande penningpolitiska mål.”

(Penning & valutapolitik 4/2005, s. 66, Pia Kronstedt Metz, Riksbanken, 2005)

Bankerna och de övriga aktörerna i marknaden har dagligen stora in- och utflöden i sina åtaganden. De här åtagandena går givetvis inte att förutse eftersom de i sin tur beror på alla bankernas kunder och deras förehavanden. In och utbetalningarna matchar inte varandra. För att få ner obalanserna på transaktionskontona försöker bankerna göra prognoser över sina flöden. Riksbanken erbjuder ett system, RIX, som bland annat erbjuder in- och utlåning över natten. I de fall vanliga valutaswapar och depositkontrakt (tidsbunden inlåning) inte räcker till kan likviditeten alltså jämnas ut genom Riksbanken. Över dagen betalar bankerna ingen ränta för denna tjänst vilket klart är en fördel. Även de andra aktörerna på marknaden, som inte är anslutna till RIX kan använda sig av möjligheterna men då genom sina respektive husbanker⁴².

Räntederivat och ränteswapar

I de svar vi erhållit i intervjuerna och i det material av sekundärdata som vi arbetat med förekommer ofta termerna räntederivat och ränteswapar. Nedan följer en kort redogörelse för begreppen räntederivat samt olika former av derivatinstrument. Samtliga

⁴¹ : Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken, <http://www.riksbank.se>

⁴² : Penning & valutapolitik 4/2005, Riksbanken, 2005

begreppsförklaringar är hämtade från Bank of New Yorks Global Market Groups hemsida⁴³.

De större bankerna har alla avdelningar som tillhandahåller produkter som är anpassade för att avhjälpa kundernas risktagande. Vissa erbjuder en hel bukett med produkter. Bland annat märks *ränteforwards*, *ränteswapar*, *räntetak*, *räntegolv*, *kragar*, *swaptions* och *callable swaps*.

Ränteforward

En ränteforward är ett kontrakt mellan två parter att utväxla kupong på ett förutbestämt belopp med förutbestämt slutdatum. Till exempel har ett bolag finansierat sig med 50 % rörlig ränta och 50 % fast. De tror att räntan kan börja röra sig uppåt det närmaste halvåret och bestämmer sig för att binda mer av lånen. En ränteforward konverterar den rörliga räntan till en fast för det kommande halvåret.

Ränteswapar

Ränteswapar är avtal mellan olika aktörer att byta räntebetalningar på ett förutbestämt belopp under en förutbestämd period. Till exempel kan ett bolag med 50 % rörlig och 50 % fast ränta på låneportföljen byta till sig en 75/25 balans. Man byter helt enkelt ut den flytande exponeringen i till exempel STIBOR mot en fast räntexponering.

Räntetak

Räntetak lägger som namnet säger ett tak för räntan som en låntagare ska betala. Köparen av ett räntetak utnyttjar derivatet för att sätta en övre gräns för hur högt räntan kan gå. Om räntan går över räntetaket utlöser det en ersättning från säljaren av taket till köparen (låntagaren). Stannar den rörliga räntan under taket utlöses ingen ersättning.

⁴³ : *Interest Rate Derivatives* , <http://gm.bankofny.com/>

Räntegolv

Räntegolv fastställer som namnet säger en undre gräns för hur lågt en rörlig ränta kan falla. Köparen av kontraktet använder golvet för att limitera sin minimiränta. När man köper ett räntetak får man betala för kontraktet men när man accepterar ett räntegolv så erhåller man i gengäld ersättning från säljaren.

Krage

Ofta används premien från ett räntegolv för att bekosta ett köpt räntetak. Man begränsar härigenom såväl upp- som nedsida på räntorna. En sådan kombinerad strategi brukar kallas krage.

Swaption

En swaption är en option på framtida swapar. Kontrahenterna gör i förväg upp om villkoren för swapen och om det är gynnsamt för köparen så träder swapen i kraft vid den förutbestämda tidpunkten. Till exempel kan en låntagare köpa en swaption om denne vill ha en framtida säkerhet. Anta att en låntagare ingår ett kreditavtal med rörlig ränta (STIBOR + spread). Krediten löper inte ut förrän om 180 dagar men låntagaren är orolig över att räntorna kan stiga och vill därför köpa sig ett skydd idag. Ett treårigt skydd, en procent över rådande treårsränta, önskas. Låntagaren köper då en swaption. Optionen har då förfall om 180 dagar och swapen löper på tre år. Stiger räntorna kommer låntagaren att utnyttja sin swaption. Faller räntorna så kommer swaptionen inte att utlösas utan låntagaren kan hedga sig till en lägre räntekostnad. Den enda extrakostnad låntagaren får blir i så fall den premie som betalas för swaptionen.

Callable swaps

Callable swaps är swapar som kan förtidslösas vid en eller flera förutbestämda tidpunkter. Parten som betalar för den fasta räntan förbehåller sig rätten att förtidslösa swapen om räntorna går på fel håll. För denna rätt betalar köparen av den fasta räntan en något högre fast ränta än marknadsräntan till köparen av den rörliga räntan. Man skiljer på europeiska och bermudiska callable swaps. Den europeiska varianten har endast en

företbestämd dag då kontrakten kan förtidsinlösas medan de bermudiska kan stängas inom vissa intervaller, säg kvartalsvis efter första tolv månaderna.

Empiri

Företagspresentation

För att få en större insikt i vad det är för slags fastighetsbolag vi har valt att ha med i vår uppsats så vill vi i denna företagspresentation ge läsaren lite finansiell- och verksamhetsfakta om respektive bolag.

Castellum

Castellum är en av Sveriges större fastighetsägare. De har en marknadsandel på drygt 1 % av den kommersiella hyresmarknaden. Värdet av dessa fastigheter uppgår till 20 Miljarder kronor. Fastighetsbeståndet består mestadels av kommersiella fastigheter med verksamhetsanpassade lokaler för kontor och butiker samt flexibla lager-logistik- och industrilokaler belägna i attraktiva lägen⁴⁴. Eftersom Castellum mestadels är inriktade på kommersiella fastigheter och inte bostäder med löpande kontrakt är huvuddelen av kontrakten uppbundna över varierande tid⁴⁵.

Tabell 2. Castellums hyresintäkter 2004

Kontrakt med löptid till år	Årlig hyra, MSEK	Andel, %
2005	239	13,08%
2006	400	21,89%
2007	413	22,61%
2008	310	16,97%
Efter 2008	360	19,70%
Löpande kontrakt	105	5,75%
Totalt	1827	100,00%

Det bokförda värdet på Castellums fastigheter uppgick den 31 december 2004 till 14 842 Mkr. Dessa finansieras genom dels eget kapital om 4 927 Mkr[0], dels genom räntebärande skulder som uppgår till 8827 Mkr. Detta ger företaget en soliditet om 33 %.

⁴⁴ Castellum, årsredovisning, 2004

⁴⁵ Castellum, årsredovisning, 2004

Den genomsnittliga effektiva räntan per den 31 december 2004 var 4,8%⁴⁶. Den genomsnittliga räntebindningstiden vid samma datum uppgick till 2,4 år.

Att lida brist på nödvändig finansiering är största finansiella risken och räntekostnaderna för upplåning är den enskilt största kostnadsposten för företaget. Det är därför viktigt för Castellum, att noggrant följa och anpassa den finansiella verksamheten till utvecklingen på kredit- och räntemarknaden, då detta kan påverka lånemöjligheter och resultatutveckling i framtiden. Castellums tillvägagångssätt för att hantera kreditförsörjning är att fortlöpande tillföra nya och omförhandla befintliga kreditavtal. För att hantera ränterisken upptas lån med användning av ränteswapar. Att använda korta lån i kombination med ränteswapar, är en kostnadseffektiv och flexibel metod för att förändra räntebindningen och uppnå önskat skydd av räntekostnaden vid förändringar i marknadsräntan⁴⁷. Som ett exempel kan man visa att om den långa och korta räntan skulle gå upp med en procent så skulle Castellums räntekostnader öka med 28 Miljoner kronor när man använder sig av ränteswapar, utan dessa swapar skulle ökningen bli hela 75 Miljoner kronor⁴⁸.

Tabell 3. Castellums lånestruktur 2004-12-31

Bundna lån förfaller till rörlig ränta till år	Lånebelopp	Genomsnittsränta	Räntekostnad	Andel av lån
2005 eller icke bundna	3 219	3,10%	99,789	36,47%
2006	952	5,20%	49,504	10,79%
2007	2 006	5,40%	108,324	22,73%
2008	500	5,60%	28	5,66%
2009	450	5,40%	24,3	5,10%
Räntebindning efter 2009	1 700	6,40%	108,8	19,26%
Totalt	8827	4,74%	418,717	100,00%

Castellum hade under 2004 hyresintäkter på 1 856 Mkr. Under samma period uppgick driftskostnaderna till 625 Mkr vilket gav ett driftöverskott på 1 231 mkr⁴⁹.

⁴⁶ Castellum, årsredovisning, 2004

⁴⁷ Castellum, årsredovisning, 2004

⁴⁸ Castellum, årsredovisning, 2004

⁴⁹ Castellum, årsredovisning, 2004

Tabell 4. Castellums driftöverskott 2004

Hyresintäkter (Mkr)	1 856
Löpande driftskostnader	438
Periodiskt underhåll och hyresgästanpassning	97
Tomträttsavgäld	16
Fastighetsskatt	74
Driftkostnader	625
Driftsöverskott	1 231
Driftöverskott / hyresintäkter	66,33%

Fabege

Fabeges affärsidé är att vara inriktad på kommersiella fastigheter i Stockholmsregionen, med fokus på ett begränsat antal väl fungerande tillväxtmarknader. Fabege ska generera värde genom förvaltning och förädling samt genom att aktivt arbeta med fastighetsportföljen, med såväl försäljningar som köp. Upparbetade värden ska, enligt Fabeges årsredovisning, realiseras vid rätt tidpunkt.

Fabege är ett av Sveriges ledande fastighetsbolag med fastigheter till ett marknadsvärde av 26,1 miljarder kronor. Dessa fastigheter är till största delen uppbundna på längre hyresavtal, endast en mindre del är löpande⁵⁰. Fabege var fram till maj 2005 verksamt under namnet Wihlborgs Fastigheter⁵¹. De siffror vi använder oss av innefattar både det nuvarande Fabege och det nu avknoppade och separat börsnoterade Wihlborgs.

Tabell 5. Fabeges Hyresintäkter 2004

Kontrakt med löptid till år	Årlig hyra, MSEK	Andel
2005	417	15,42%
2006	368	13,60%
2007	585	21,63%
2008	430	15,90%
Efter 2008	743	27,47%
Löpande kontrakt	162	5,99%
Totalt	2705	100,00%

De räntebärande skulderna uppgick den 31 december 2004 till 23 703 Mkr, under samma period uppgick soliditeten till 29,5 procent. Företagets genomsnittliga ränta låg på 3,91

⁵⁰ Fabege, årsredovisning, 2004

⁵¹ www.fabege.se

procent⁵². Lånens genomsnittliga räntebindningstid inklusive effekter av använda derivatinstrument uppgick den 31 december 2004 till 15 månader. På lånen med kort ränta förlängs bindningstiden med hjälp av ränteswappar med löptider från 1 månad till sex år⁵³. Detta med att förlänga bindningstiden med ränteswappar är något som Fabege inom ganska snar framtid kommer att sluta med och enbart använda sig av korta lån⁵⁴. Detta kommer göras på grund av att företaget anser sig ha en bra spridning av fastigheterna och en god soliditet. Med hänsyn till detta anser Fabege att det är onödigt att betala en mellanhand att balansera risken när de kan sköta detta på egen hand inom företaget⁵⁵.

Tabell 6. Fabeges lånestruktur 2004-12-31

Bundna lån förfaller till rörlig ränta till år	Lånebelopp	Genomsnittsränta	Räntekostnad	Andel av lån
2005 eller icke bundna	11 071	3,22%	356,4862	46,71%
2006	5 045	4,58%	231,061	21,28%
2007	2 010	4,49%	90,249	8,48%
2008	2 419	4,03%	97,4857	10,21%
2009	700	3,96%	27,72	2,95%
Räntebindning efter 2009	2458	5,03%	123,5856	10,37%
Totalt	23703	3,91%	926,5875	100,00%

Fabege hade under 2004 hyresintäkter på 2 169 Mkr. Under samma period hade de driftskostnader som uppgick till 857 Mkr, vilket gav ett driftöverskott på 1 312 Mkr⁵⁶.

Tabell 7. Fabeges driftöverskott 2004

Hyresintäkter (Mkr)	2 169
Löpande driftskostnader	560
Periodiskt underhåll och hyresgästanpassning	165
Tomträttsavgäld	38
Fastighetsskatt	94
Driftkostnader	857
Driftsöverskott	1 312
Driftöverskott / hyresintäkter	60,49%

⁵² Fabege, årsredovisning, 2004

⁵³ Fabege, årsredovisning, 2004

⁵⁴ Intervju, Olle Knaust, Fabege

⁵⁵ Intervju, Olle Knaust, Fabege

⁵⁶ Fabege, årsredovisning, 2004

FastPartner

FastPartners strategi är och har under de senaste åren varit att fokusera och koncentrera sitt fastighetsbestånd till Stockholmsregionen samt att prioritera kommersiella fastigheter som är lämpliga för logistik, kontor och handel före bostadsfastigheter. Detta medför att företaget har sina fastigheter mestadels uppbundna i hyresavtal med varierande längd.⁵⁷ Fastighetsbeståndet utgörs av 78 bebyggda fastigheter i Sverige och 2 stycken i Norge⁵⁸.

Tabell 8. FastPartners hyresintäkter 2004

Kontrakt med löptid till år	Årlig hyra, MSEK	Andel
2005	34,6	11,26%
2006	37,2	12,10%
2007	43	13,99%
2008	42	13,66%
Efter 2008	96,4	31,36%
Löpande kontrakt	54,2	17,63%
Totalt	307,4	100,00%

FastPartners räntescenario har under 2004 varit att risken för höjd ränta på kort och medellångsikt är låg varför den korta låneportföljen under året fått växa. Ändras detta räntescenariot kommer omstruktureringar att göras och den korta låneportföljen kommer omgående att minska⁵⁹. Den genomsnittliga bindningstiden för hela låneportföljen uppgår nu till 1,8 år med en medelränta hos kreditinstituten på 4,8 procent. I dagsläget använder sig FastPartner inte av derivatinstrument. Den 31 december 2004 hade FastPartner skulder på 2 167 Mkr. Soliditeten i företaget uppgick under samma period till 22,1 procent⁶⁰.

Tabell 9. FastPartners lånestruktur 2004-12-31

Bundna lån förfaller till rörlig ränta till år	Lånebelopp	Genomsnittsränta	Räntekostnad	Andel av lån
2005 eller icke bundna	1017,6	3,90%	39,6864	46,95%
2006	49,8	5,30%	2,6394	2,30%
2007	353,5	6,40%	22,624	16,31%
2008	517	4,90%	25,333	23,85%
2009	169,5	4,60%	7,797	7,82%
Räntebindning efter 2009	60	6,90%	4,14	2,77%
Totalt	2167,4	4,72%	102,2198	100,00%

⁵⁷ FastPartner, årsredovisning, 2004

⁵⁸ FastPartner, årsredovisning, 2004

⁵⁹ FastPartner, årsredovisning, 2004

⁶⁰ FastPartner, årsredovisning, 2004

Fast Partner hade under 2004 hyresintäkter på 297 Mkr. Under samma period hade de driftskostnader som uppgick till 120 Mkr, vilket gav ett driftöverskott på 177 Mkr⁶¹.

Tabell 10. FastPartners driftöverskott 2004

Hyresintäkter (Mkr)	297
Löpande driftskostnader	81
Periodiskt underhåll och hyresgästanpassning	21,5
Tomträttsavgälld	8
Fastighetsskatt	9,5
Driftkostnader	120
Driftsöverskott	177
Driftöverskott / hyresintäkter	59,64%

Hufvudstaden

Hufvudstaden strategi och affärsidé är att i egna fastigheter i centrala Stockholm och centrala Göteborg erbjuda framgångsrika företag högkvalitativa kontors- och butikslokaler på attraktiva marknadsplatser⁶². Hufvudstaden är ett av Sveriges mest specialiserade fastighetsbolag. Fastighetsbeståndet är nästan helt kommersiellt och består främst av kontors- och butiksfastigheter i centrala Stockholm och Göteborg. Detta leder till att förteget har alla sina hyresavtal uppbundna på kontrakt med olika bindningstid. Hufvudstaden ägde den 31 december 2004, 32 fastigheter med en uthyrbar yta om cirka 407 000 kvm med årliga hyresintäkter om ca 1,2 Mdr⁶³.

Tabell 11. Hufvudstadens hyresintäkter 2004

Kontrakt med löptid till år	Årlig hyra, MSEK	Andel
2005	295,4	24,15%
2006	237,8	19,44%
2007	298,6	24,41%
2008	193,1	15,79%
Efter 2008	198,2	16,20%
Löpande kontrakt		0,00%
Totalt	1223,1	100,00%

Företagets skulder till kreditinstitut den 31 december 2004 var 3 135 Mkr. Detta är en minskning med cirka 600 miljoner kronor. Minskningen beror framför allt på avyttringar av fastigheter. Den genomsnittliga räntebindingstiden var 27 månader och den

⁶¹ FastPartner, årsredovisning, 2004

⁶² Hufvudstaden, årsredovisning, 2004

⁶³ Hufvudstaden, årsredovisning, 2004

genomsnittliga räntesatsen uppgick till 4,2 procent. Hufvudstaden använder sig av räntederivat för att balansera risken och minska räntenivån⁶⁴. Soliditeten under samma period uppgick till 49,7%⁶⁵.

Tabell 12. Hufvudstadens lånestruktur 2004-12-31

Bundna lån förfaller till rörlig ränta till år	Lånebelopp	Genomsnittsränta	Räntekostnad	Andel av lån
2005 eller icke bundna	755	3,80%	28,69	24,08%
2006	1 080,00	4,20%	45,36	34,45%
2007	200	3,50%	7	6,38%
2008	600	4,80%	28,8	19,14%
2009	0	0%	0	0,00%
Räntebindning efter 2009	500	4,10%	20,5	15,95%
Totalt	3135	4,16%	130,35	100,00%

Hufvudstaden hade under 2004 hyresintäkter på 1 273,3 Mkr. Under samma period hade de driftskostnader som uppgick till 409,2 Mkr, vilket gav ett driftöverskott på 864 Mkr⁶⁶.

Tabell 13. Hufvudstadens driftöverskott 2004

Hyresintäkter (Mkr)	1 273,30
Löpande driftskostnader	219,5
Periodiskt underhåll och hyresgästanpassning	47,9
Tomträttsavgäld	35,7
Fastighetsskatt	106,1
Summa driftkostnader	409,2
Driftöverskott	864
Driftöverskott / hyresintäkter	67,86%

Kungsleden

Kungsleden är ett fastighetsbolag som ser avkastningen som den viktigaste variabeln.

Avkastningen är viktigare än fastighetens kategori och geografiska läge.

Fastighetsportföljen bestod vid utgången av år 2004 av 371 fastigheter med ett bokfört värde om cirka 12,5 miljarder kronor⁶⁷. Beståndet fanns i totalt 91 kommuner men var koncentrerat till Götaland, där Göteborg är dominerande och Svealand, där Stockholm dominerar samt Öresundsområdet. Kungsledens innehav domineras av kontors-,

⁶⁴ Hufvudstaden, årsredovisning, 2004

⁶⁵ Hufvudstaden, årsredovisning, 2004

⁶⁶ Hufvudstaden, årsredovisning, 2004

⁶⁷ Kungsleden, årsredovisning, 2004

äldreboende-, och industrifastigheter. Dessa utgör 91 % av beståndet. Detta medför att Kungsleden har nästintill alla sina fastigheter bundna till olika långa kontrakt⁶⁸.

Tabell 14. Kungsledens hyresintäkter 2004

Kontrakt med löptid till år	Årlig hyra, MSEK	Andel
2005	154,9	7,58%
2006	218,82	10,71%
2007	512,77	25,11%
2008	200,55	9,82%
Efter 2008	955,36	46,78%
Löpande kontrakt		0,00%
Totalt	2042,4	100,00%

Kungsledens låneportfölj uppgick den 31 december 2004 till 9560 Mkr. Denna kommer att öka ganska markant under 2005 på grund av att flera fastighets förvärv planeras. Soliditeten under samma period var 25,6 procent⁶⁹. Räntebindningsstrategin i Kungsleden baseras på synsättet att en låg risknivå kan uppnås även med relativt stor andel kort räntebindning i låneportföljen genom att förlänga en stor del av låneportföljens räntebindning med realiserbara ränteswappar på långa löptider⁷⁰. Detta har kompletterats med lång räntebindning för en del av finansieringarna avseende äldreboende.

Den 31 december 2004 var den genomsnittliga räntebindningstiden i företaget 2,41 år och genomsnittsräntan uppgick till 4,89 procent⁷¹.

Tabell 15. Kungsledens lånestruktur 2004-12-31

Bundna lån förfaller till rörlig ränta till år	Lånebelopp	Genomsnittsränta	Räntekostnad	Andel av lån
2005 eller icke bundna	4 742	3,85%	182,567	49,60%
2006	650	5,42%	35,23	6,80%
2007	475	6,56%	31,16	4,97%
2008	688	6,16%	42,3808	7,20%
2009	630	5,07%	31,941	6,59%
Räntebindning efter 2009	2375	6,06%	143,925	24,84%
Totalt	9560	4,89%	467,2038	100,00%

Kungsleden hade under 2004 hyresintäkter på 1 507,8 Mkr. Under samma period hade de driftskostnader som uppgick till 574 Mkr, vilket gav ett driftöverskott på 934 Mkr⁷².

⁶⁸ Kungsleden, årsredovisning, 2004

⁶⁹ Kungsleden, årsredovisning, 2004

⁷⁰ Kungsleden, årsredovisning, 2004

⁷¹ Kungsleden, årsredovisning, 2004

⁷² Kungsleden, årsredovisning, 2004

Tabell 16. Kungsledens driftöverskott 2004

Hyresintäkter (Mkr)	1507,8
Löpande driftskostnader	
Periodiskt underhåll och hyresgästanpassning	506,7
Tomträttsavgälld	17,5
Fastighetsskatt	49,8
Driftkostnader	574
Driftsöverskott	934
Driftöverskott / hyresintäkter	61,93%

Ljungberggruppen

LjungbergGruppens affärsidé och strategi är att långsiktigt och med god lönsamhet förvärva, äga, utveckla och förvalta fastigheter på expansiva delmarknader i Stockholmsregionen⁷³. Fastighetsbeståndet består av både bostäder, kontors- och handelsytor samt ett stort antal byggrätter. Byggrätterna utgör en viktig del i LjungbergGruppens fastighetsutveckling. Eftersom företaget har ett blandat fastighetsbestånd har de både löpande och uppbundna hyreskontrakt⁷⁴.

Tabell 17. Ljungberggruppens hyresintäkter 2004

Kontrakt med löptid till år	Årlig hyra, MSEK	Andel
2005	41	10,46%
2006	55	14,03%
2007	63	16,07%
2008	40	10,20%
Efter 2008	152	38,78%
Löpande kontrakt	41	10,46%
Totalt	392	100,00%

Företagets räntebärande skulder uppgick den 31 december 2004 till 2 229 Mkr. Soliditeten i företaget uppgick till 26,5 procent. LjungbergGruppens medelränta på räntebärande skulder uppgick under samma period till 5,2 procent. Medelbindningstiden för lånen var vid årets slut 2,4 år⁷⁵.

Ränterisken hos Ljungberggruppen begränsas genom att maximalt 40 procent av nettoskulden får räntekonverteras inom ett år. Bolagets motiv för en längre räntebindning

⁷³ Ljungberggruppen, årsredovisning, 2004

⁷⁴ Ljungberggruppen, årsredovisning, 2004

⁷⁵ Ljungberggruppen, årsredovisning, 2004

är att begränsa ränterisken och säkerställa nuvarande låga räntenivåer för längre löptider⁷⁶.

Tabell 18. Ljungberggruppens lånestruktur 2004-12-31

Bundna lån förfaller till rörlig ränta till år	Lånebelopp	Genomsnittsränta	Räntekostnad	Andel av lån
2005 eller icke bundna	747	4%	29,88	33,51%
2006	285	6,20%	17,67	12,79%
2007	317	5,70%	18,069	14,22%
2008	338	5,90%	19,942	15,16%
2009	265	5,90%	15,635	11,89%
Räntebindning efter 2009	277	5,30%	14,681	12,43%
Totalt	2229	5,19%	115,877	100,00%

Ljungberggruppen hade under 2004 hyresintäkter på 461,33 Mkr. Under samma period hade de driftskostnader som uppgick till 162,65 Mkr, vilket gav ett driftöverskott på 299 Mkr⁷⁷.

Tabell 19. Ljungberggruppens driftöverskott 2004

Hyresintäkter (Mkr)	461,33
Löpande driftskostnader	99,75
Periodiskt underhåll och hyresgästanpassning	36,63
Tomträttsavgäld	9,49
Fastighetsskatt	16,78
Summa driftskostnader	162,646
Driftöverskott	299
Driftöverskott / hyresintäkter	64,74%

Wallenstam

Wallenstams fastighetsbestånd är väl koncentrerat och centralt beläget i några av Sveriges mest expansiva orter, Stockholm, Göteborg och Helsingborg. Huvuddelen av fastighetsbeståndet återfinns i Stockholm och Göteborg. Under 2004 har Wallenstam genomfört flera stora fastighetsaffärer. Wallenstamkoncernen äger och förvaltar cirka 300 fastigheter. Det bedömda marknadsvärdet uppgår till 13 970 Mkr. Medan det bokförda värdet uppgår till 9 744 Mkr⁷⁸. Wallenstam som äger och förvaltar många bostäder har som motsats till sina konkurrenter en stor del av sina hyreskontrakt löpande⁷⁹.

⁷⁶ Ljungberggruppen, årsredovisning, 2004

⁷⁷ Ljungberggruppen, årsredovisning, 2004

⁷⁸ Wallenstam, årsredovisning, 2004

⁷⁹ Wallenstam, årsredovisning, 2004

Tabell 20. Wallenstams hyresintäkter 2004

Kontrakt med löptid till år	Årlig hyra, MSEK	Andel
2005	109	9,45%
2006	126	10,91%
2007	108	9,30%
2008	78	6,73%
Efter 2008	101	8,74%
Löpande kontrakt	634	54,87%
Totalt	1155,547	100,00%

Företagets lån uppgick den 31 december 2004 till 8 162 Mkr och fördelar sig på 56 procent långfristiga och 44 procent kortfristiga lån. Genomsnittsräntan uppgick den 31 december 2004 till 4,34 procent Soliditeten i företaget uppgick under samma period till 16,7 procent⁸⁰.

Wallenstam inspekterar årligen olika former av kapitalupplåning som finns tillgänglig på marknaden. För Wallenstam har traditionell bankupplåning, i kombination med ett användande av derivat, hittills varit den billigaste upplåningsformen. Koncernen arbetar utifrån en av styrelsen fastställd normportfölj som består av 50 procent rörliga lån och 50 procent bundna lån⁸¹.

Tabell 21. Wallenstams lånestruktur 2004-12-31

Bundna lån förfaller till rörlig ränta till år	Lånebelopp	Genomsnittsränta	Räntekostnad	Andel av lån
2005 eller icke bundna	3653,9	3,15%	115,1334	44,77%
2006	700,3	5,30%	37,1159	8,58%
2007	800	5,60%	44,8	9,80%
2008	775	5,50%	42,625	9,50%
2009	700	5,30%	37,1	8,58%
Räntebindning efter 2009	1532,3	5,00%	76,615	18,77%
Totalt	8161,5	4,33%	353,3893	100,00%

Wallenstam hade under 2004 hyresintäkter på 1 110,1 Mkr. Under samma period hade de driftskostnader som uppgick till 470,2 Mkr, vilket gav ett driftöverskott på 640 Mkr⁸².

⁸⁰ Wallenstam, årsredovisning, 2004

⁸¹ Wallenstam, årsredovisning, 2004

⁸² Wallenstam, årsredovisning, 2004

Tabell 22. Wallenstams driftöverskott 2004

Hyresintäkter (Mkr)	1110,1
Löpande driftskostnader	305,7
Periodiskt underhåll och hyresgästanpassning	104,7
Tomträttsavgälld	11,2
Fastighetsskatt	48,6
Summa driftkostnader	470,2
Driftsöverskott	640
Driftöverskott / hyresintäkter	57,64%

Intervjuobjektens åsikter

Flera av de intervjuade representanterna för fastighetsbolag, bland andra Olle Knaust på Fabege och Johan Risberg på Kungsleden, uttryckte mestadels positiva framtidsutsikter för fastighetsbranschen. I stort sett alla var ense om att priserna var höga men att det fortfarande gick att göra bra affärer och få ett bra driftsnetto. Två av de tillfrågade uttryckte att man funderade på att avyttra och att man hela tiden omvärderade sina objekt. Knaust uttryckte också att han var förvånad över att utländska pensionsplacerare deltog så aktivt i uppköpen. Det är ett faktum att utländska aktörer är tämligen aktiva och bland andra ACTA kapitalförvaltning som i grunden är ett norskt bolag har figurerat i pressen efter sina uppköp. Björn Möller på ACTA förklarade att man såg långsiktigt på affärerna och att kunderna var så långsiktiga så att även en låg direktavkastning i dagsläget var intressant på sikt eftersom risken på kundsidan var låg. De intervjuade som inte är verksamma inom fastighetsbranschen bland andra. Stellan Lundström och Mats Andersson uttryckte att fastighetspriserna är upprissade men samtidigt var alla noggranna med att betona att någon bubbla inte förelåg på den kommersiella fastighetsmarknaden.

Alla bolagen arbetar på något sätt med derivat och swapar. Olle Knaust uttryckte en viss skepsis till instrumenten och menade att man i dagsläget använde sig av derivat mindre än tidigare. Det är dock alldeles klart att de bundna lånen hos bolagen successivt byts ut mot rörliga som kompletteras med swapar.

Frågan om IFRS nya regler blev endast ytligt behandlad. Det visade sig snart att värderingsreglerna inte slår igenom på kassaflödet och därför inte påverkar de modeller

som vi tittar på. Under året som gått har en hel del fastighetsvärden höjts och det är klart att med stigande räntor kommer de redovisade vinsterna att falla i och med att marknadsvärdet faller.

Flera av de intervjuade var helt på det klara med att den största risken var ett lågräntescenario med låg tillväxt. Högre räntor, i kombination med högre tillväxt, verkar inte alls avskräcka. Ett par aktörer, bland andra Björn Möller på ACTA uttryckte tvärtom att högre räntor initialt skulle leda till högre driftsnetton eftersom hyrorna var knutna till KPI eller andra prisindex medan räntorna var bundna genom swapar med längre löptid.

Analys

De kvantitativa data som samlats in genom dokumentstudie av årsredovisningar från var och en av de undersökta fastighetsbolagen och som återgivits i föregående kapitel kan analyseras antingen vart bolag för sig eller som ett aggregat av de sju fastighetsbolagen. Vi har gjort analyser av samtliga undersökta bolag och redovisar resultaten av dem vart för sig, tillsammans med motsvarande resultat för aggregatet av bolagen.

Vi börjar med att bestämma summan av de undersökta fastighetsbolagens hyresintäkter. I enlighet med våra antaganden om att dessa förblir reellt konstanta omräknas denna summa endast till 2007 års penningvärde vid en inflation på 3,74 % procent mellan år 2004 och 2007. Denna inflation är baserad på Konjunkturinstitutets historiska data och prognoser för förändring i konsumentprisindex, publicerade i slutet av december 2005. Då även driftskostnaderna och driftöverskottets andel av hyresintäkterna har antagits bibehålla sin procentuella uppdelning av hyresintäkterna beräknas snabbt följande kassaflöden från de undersökta bolagens totala fastighetsinnehav:

Tabell 23. Driftöverskott för aggregatet av de undersökta fastighetsbolagen

Hyresintäkter (Mkr)	8 675
Löpande driftskostnader	1 704
Periodiskt underhåll och hyresgästanpassning	979
Tomträttsavgälld	136
Fastighetsskatt	399
Summa driftkostnader	3 218
Driftöverskott	5 457
Driftöverskott / hyresintäkter	62,90%

Utifrån historiska fakta från resultaträkningen och redogörelserna för räntestruktur i de undersökta fastighetsbolagens årsredovisningar för 2004 har vi sammanställt en tabell som visar genomsnittlig nominell ränta, genomsnittlig realränta, genomsnittlig realränta på lån till rörlig ränta och räntetäckningsgrad för vart och ett av företagen. Vi har också valt att redovisa dessa siffror för ett aggregat av de sju bolagen. Vår undersökning syftar till att ge en indikation av huruvida de börsnoterade fastighetsbolagen kan komma att få problem att täcka sina räntor med hjälp av driftöverskottet från sina fastighetsinnehav. Vi

har därför räknat ut räntetäckningsgrad som räntekostnad delat med driftöverskott. Räntetäckningsgraden kommer således att ange hur många gånger driftöverskotten genererade av bolagens fastighetsinnehav täcker räntekostnaderna för de lån som finansierar fastigheterna.

Tabell 24. Beräkningar för 2004-12-31 med 0,4 % inflation och 2 % reporänta

Bolag	Genomsnittlig nominell ränta	Genomsnittlig realränta	Realränta på lån till rörlig ränta	Räntetäckningsgrad (ggr)
Castellum	4,74%	4,34%	2,70%	2,94
Fabege	3,91%	3,51%	2,82%	1,42
FastPartner	4,72%	4,32%	3,50%	1,73
Hufvudstaden	4,16%	3,76%	3,40%	6,63
Kungsleden	4,89%	4,49%	3,45%	2,00
Ljungberggruppen	5,20%	4,80%	3,60%	2,58
Wallenstam	4,33%	3,93%	2,75%	1,81
Aggregat av bolag	4,35%	3,95%	2,98%	2,17

Vid utgången av år 2007 kommer, enligt de antaganden som vi tidigare redogjort för, alla lån som i 2004 års redovisning redovisades som lån till rörlig ränta samt de lån vars räntebindningskontrakt förfallit mellan 2004-12-31 och 2007-12-31 att vara till rörlig ränta. Lån till rörlig ränta kommer nu att utgöra hela 69,45% av lånen. Detta kan jämföras med 43,62% tre år tidigare. Den rörliga ränta som kan förväntas komma att krävas för dessa lån bör, om fastighetsbolagens långivare kräver samma riskpremie utöver reporäntan som de begärde 2004-12-31, rimligen förändras med ungefär lika många procentenheter som reporäntan förändras under perioden. Enligt konjunkturinstitutets publikation *Konjunkturläget december 2005* var reporäntan vid årets slut 2004 cirka 2 % och institutets prognos över utvecklingen av reporäntan fram till slutet av 2007 visar på en höjning av reporäntan med cirka 1,5 procentenheter under perioden. De sju undersökta fastighetsbolagens genomsnittliga rörliga ränta kommer därmed att öka med 1,5 procentenheter, från 3,38 % till 4,88 %. Tas inflationen i beaktande kommer den reala rörliga räntan för de sju fastighetsbolagen att sjunka med 0,1 procentenheter ner till 2,88 % medan den genomsnittliga realräntan för de undersökta fastighetsbolagens samtliga räntebärande lån sjunker med hela 0,98 procentenheter ner till 2,98 %. Samtidig skulle reporäntan om, konjunkturinstitutets prognoser visar sig uppfyllas, trots en nominell uppgång om cirka 1,5 procentenheter reallt sett sjunka med ungefär 0,1 procentenheter på

grund av att förändringen i inflationstakten spås bli högre än förändringen i styrräntan. I ett sådant scenario visar det sig att aggregatet av de sju undersökta fastighetsbolagen skulle bibehålla sin förmåga att täcka sina räntekostnader, då förändringen i räntetäckningsgraden endast ökar marginellt från 2,17 till 2,19 gånger.

Vid en analys av de undersökta företagen vart för sig ser vi att samtliga under ovan beskrivna förutsättningar skulle få en realt sett lägre genomsnittsränta. Endast två av de sju företagen skulle dock få en förbättrad räntetäckningsgrad.

Tabell 25. Beräkningar för 2007-12-31 med 2 % inflation och 3,5 % reporänta

Bolag	Genomsnittlig nominell ränta	Genomsnittlig realränta	Realränta på lån till rörlig ränta	Räntetäckningsgrad
Castellum	5,04%	3,04%	2,60%	2,82
Fabege	4,66%	2,66%	2,72%	1,54
FastPartner	5,26%	3,26%	3,40%	1,67
Hufvudstaden	5,01%	3,01%	3,30%	5,48
Kungsleden	5,57%	3,57%	3,35%	2,47
Ljungberggruppen	5,58%	3,58%	3,50%	2,12
Wallenstam	4,85%	2,85%	2,65%	1,74
Aggregat av bolag	4,98%	2,98%	2,88%	2,19

Denna räntetäckningsgrad måste sättas i perspektiv till hur hög den reala räntenivån är. I ett högst hypotetiskt läge med en hög räntenivå på till exempel 15 % är det inte särskilt troligt att räntenivån kommer att fördubblas. I ett sådant läge är en räntetäckningsgrad på strax över 2 gånger att betrakta som god. Vid ett lågränteläge, med reporänta så låg som dagens cirka 1,5 % nominellt sett och realt sett så lågt som 1 %, är en relativt plötslig fördubbling av ett företags räntekostnader inte helt otänkbar och företagets räntetäckningsgrad bör därför spegla räntenivån.

Historiskt sett har vi i Sverige haft en real räntenivå som väl överstiger dagens. Vi behöver bara gå tillbaka cirka tio år för att finna en nominell reporänta på mellan 8 % och 9%⁸³. Vid samma tillfälle låg inflationen i Sverige på cirka 2,5%⁸⁴, vilket skulle ge en real reporänta på cirka 6 %. Detta innebär att den reala räntan då var ungefär fyra gånger

⁸³ Statistik från Riksbanken, <http://www.riksbank.se>

⁸⁴ Statistik från Statistiska Centralbyrån, <http://www.scb.se>

högre än vad den var 2004-12-31 och likaså ungefär fyra gånger högre än den reala styrräntan per 2004-12-31 som vi har räknat fram med hjälp av officiella prognoser för inflation och reporänta. Hur skulle de fastighetsbolag vi har undersökt klara sin räntetäckning ifall den nominella räntan istället för att öka med 1,50 procentenheter skulle öka med 6,5 procentenheter (allt annat lika) fram till 2007-12-31 eller om reporäntan skulle ha varit 6,5 procentenheter högre redan i början av 2005?

Låt oss börja med att titta på hur det skulle se ut för de sju fastighetsbolagen om reporäntan istället för att vara cirka 2 % vid årsskiftet 2004 – 2005 skulle vara 8,5 % och inflationen var 2,5 % istället för 0,4 %. Detta skulle betyda att den genomsnittliga realränteökning med 0,74 procentenheter för de undersökta företagen detta låter inte som mycket, men det visar sig att företagens sammanlagda räntetäckningsgrad sjunker till 1,31 gånger. Endast ett bolag skulle bibehålla en räntetäckningsgrad som är högre än 2 % - Hufvudstadens räntetäckningsgrad på 4,82 gånger i detta scenario får betraktas som sund. Ett bolag skulle inte klara av att täcka sina räntor medan två ligger på en räntetäckningsgrad under 1,1 gånger.

Tabell 26. Beräkningar för 2004-12-31 med 2,5 % inflation och 8,5 % reporänta

Bolag	Genomsnittlig nominell ränta	Genomsnittlig realränta	Realränta på lån till rörlig ränta	Räntetäckningsgrad
Castellum	7,11%	4,61%	7,10%	1,96
Fabege	6,95%	4,45%	7,22%	0,8
FastPartner	7,77%	5,27%	7,90%	1,05
Hufvudstaden	5,72%	3,22%	7,80%	4,82
Kungsleden	8,11%	5,61%	7,85%	1,2
Ljungberggruppen	7,38%	4,88%	8,00%	1,82
Wallenstam	7,24%	4,74%	7,15%	1,08
Aggregat av bolag	7,19%	4,69%	7,38%	1,31

I nästa scenario låter vi inflationen vid utgången av år 2007 ligga på 2,5 %, istället för den av Konjunkturinstitutet prognostiserade nivån på 2%⁸⁵, reporäntan sätter vi till 8,5 % istället för de 3,5 % vi finner i Konjunkturinstitutets prognos. Resultatet illustreras i följande tabell.

Tabell 27. Beräkningar för 2007-12-31 med 2,5 % inflation och 8,5 % reporänta

⁸⁵ Konjunkturläget december 2005, Konjunkturinstitutet

Bolag	Genomsnittlig nominell ränta	Genomsnittlig realränta	Realränta på lån till rörlig ränta	Räntetäckningsgrad
Castellum	8,54%	6,04%	7,10%	1,67
Fabege	8,48%	5,98%	7,22%	0,84
FastPartner	8,54%	6,04%	7,90%	1,03
Hufvudstaden	8,26%	5,76%	7,80%	3,33
Kungsleden	8,63%	6,13%	7,85%	1,59
Ljungberggruppen	8,61%	6,11%	8,00%	1,37
Wallenstam	8,01%	5,51%	7,15%	1,06
Aggregat av bolag	8,46%	5,96%	7,38%	1,29

I detta scenario kommer de sju fastighetsbolagens genomsnittliga realränta att nästan fördubblas gentemot i det scenario för årsskiftet 2007 – 2008 som vi tidigare analyserat med hjälp av styrräntenivå och inflation i enlighet med officiella svenska prognoser. Som en följd av denna höjning av de reala räntekostnaderna samtidigt som hyresintäkterna har antagits förbli reellt konstanta medför att räntetäckningsgraden nära nog halveras. Åter igen skiljer sig räntetäckningsgraden markant mellan de olika bolagen i vår undersökning. Hufvudstaden har även i detta scenario en relativt god räntetäckningsgrad som ligger mer än dubbelt så högt som Kungsledens räntetäckningsgrad, vilken hamnar på andra plats. Ett av bolagen kommer fortfarande att ha en räntetäckningsgrad under en gång och kommer således inte att kunna täcka sina räntekostnader med hjälp av intäkter från uthyrning av de fastigheter som finansieras av de räntebärande skulderna. Båda de bolag som i scenariot med högre realränta redan den 31 december 2004 uppvisade en räntetäckningsgrad som understiger 1,1 gånger får i detta scenario täcka sina räntekostnader mindre än 1,05 gånger och är således ännu närmre att inte kunna täcka sina räntekostnader. Endast ett bolag, Kungsleden, kan uppvisa en räntetäckningsgrad som är markant högre vid detta scenario jämfört med scenariot med högre realränta per 2004-12-31.

Slutsatser och diskussion

Målet med denna undersökning har aldrig varit att kvantifiera risken för att de undersökta fastighetsbolagen skulle få problem att täcka sina räntekostnader. Vi har istället haft för avsikt att ge en indikation för huruvida en eventuell real ökning av räntenivåerna skulle kunna orsaka företagen problem.

Vi har påvisat att de undersökta bolagens förmåga att täcka sina räntor inte tycks påverkas negativt ifall ränte- och inflationsutvecklingen följer Konjunkturinstitutets prognoser fram till 2007-12-31. Den nominella räntan spås visserligen stiga under denna period men en förväntning om ökad inflationstakt ger en real sänkning av bolagens räntekostnader. Dock ser vi att räntetäckningsgraden för aggregatet av fastighetsbolagen skulle ha sjunkit markant om den reala genomsnittliga rörliga räntan, strax efter bokslutsdagen 2004, plötsligt skulle ha stigit realt med 4,4 procentenheter. Under scenariot med en rörlig ränta som kommer att utsättas för en real höjning med 4,4 procentenheter över en treårsperiod, fram till 2007-12-31, ser vi att räntetäckningsgraden för aggregatet av företagen kommer att minska ytterligare (under förutsättning att det fortfarande är billigare att låna till rörlig ränta än att på nytt binda förfallna räntekontrakt).

Det ter sig självklart att fastighetsbolagen kommer att klara sina räntekostnader ifall de sjunker realt sett om hyresintäkterna förblir konstanta. Företagen måste också se en ökning i vakansgrad eller en sänkning av hyresnivåerna som måste vara ganska omfattande för att hyresintäkterna ska minska så mycket att det kan orsaka problem med räntetäckningen vid sjunkande räntekostnader. Det kan därför verka som att allt är frid och fröjd för de OMX-listade fastighetsbolagen. Detta är dock under förutsättning att konjunkturinstitutets prognoser blir verklighet. Även om vi har använt oss av ganska väl tilltagen, om än historiskt motiverad, ökning av realräntan så ska läsaren hålla i minnet att en prognos är byggd på historisk data samt en lång rad antaganden, begränsningar och förenklingar. Författarna till denna uppsats har själva observerat hur Konjunkturinstitutet med jämna mellanrum uppdaterar sina prognoser och att gamla prognoser sällan helt överensstämmer med det verkliga utfallet. Det är därför befogat att även försöka skapa en

indikation på vad som kan tänkas hända vid ett utfall som skiljer sig markant från det som officiella prognoser förutspår.

Vi har sett att en real ökning av räntenivån kan komma att leda till att somliga av de undersökta fastighetsbolagen kan få svårigheter att täcka sina räntekostnader med hjälp av driftöverskottet från fastighetsbeståndet medan ett annat fortfarande tycks ha en god räntetäckningsgrad. Detta är ett tecken på att det går att säkra sig mot att inte kunna betala sina räntekostnader. Vi ser också att samma reala ränteökning skulle ge ungefär samma räntetäckningsgrad för tre av bolagen om den höga räntenivån nås vid årsskiftet 2004 – 2005 som om den skulle nås först vid årsskiftet 2007 – 2008. För tre av fastighetsbolagen skulle räntetäckningsgraden bli märkbart lägre om den högre realräntenivån vid det senare datumet istället för redan i början av 2005. Detta betyder att dessa tre bolag har en räntestruktur som gör dem mer känsliga för förändringar i realräntan som ligger längre fram i tiden än sådana som skulle kunna inträffa snarare och som borde vara mer förutsägbara. Ett av de undersökta företagen, Kungsleden, tycks snarare vara mer känsliga för en plötslig förändring än en som kommer längre fram. Detta kan vara ett tecken på att de finansiellt ansvariga i Kungsleden tycker sig kunna göra en god bedömning av utvecklingen inom en snar framtid och har valt att satsa på att säkra sig mot långsiktiga förändringar, vilka är svårare att förutse.

Förslag på framtida forskning

Somliga företag tycks mer känsliga för en plötslig förändring av realräntan nu än för en förändring om tre år, ett annat mer känsligt för en realränteökning om tre år än en omedelbar förändring och andra tycks påverkas på samma sätt om en eventuell ökning av räntan sker omgående eller i framtiden. Vi tycker att det skulle vara intressant att göra en djupare studie av orsakerna till detta. Hur bolagens räntestruktur skiljer sig åt kan uttolkas ur den data som samlats in i denna studie, men hur skiljer sig bolagens sätt att arbeta med derivatinstrument och vilka andra faktorer kan ligga bakom olikheterna? Är det kanske bara en tillfällighet vi observerat olikheter mellan de olika bolagen? Skiljer sig hanteringen åt mellan bolag med kommersiella fastigheter och bostadsfastigheter?

Det vore också intressant att göra en tvärstudie mellan olika länder och se om fastighetsbolagen i exempelvis England, Irland, Norge, USA skiljer sig från de svenska.

Vem har påverkat vem? Finns det ett samband mellan erfarenheter från förra fastighetskrisen och den framväxande derivatmarknaden eller är den bara ett uttryck för den allt snabbare affärsprocessen inom bankerna?

Appendix

Frågeställningar

Som tidigare nämnts gjorde vi endast en mall över frågor som vi någon gång under intervjun skulle beröra. Tekniken gick snarast ut på att få en bra kemi med den intervjuade och att denne skulle berätta sig igenom våra frågor. Genom den ibland ganska öppna diskussionsformen fick vi fram svar på frågor som vi tidigare inte tänkt på och en känsla för hur de här erfarna personerna hanterar ”sina” bolag.

De frågor som vi ville diskutera kring var:

- Hur ser man på fastighetsmarknaden de närmaste tre åren?
- Använder man räntederivat för att förlänga durationen eller kanske av räntetak?
- Hur kommer de nya värderingsreglerna (IRFS´regler om löpande marknadsvärdering av fastigheterna och korrigerig via resultaträkningen) att påverka bolaget?
- Hur uppbundna är kunderna (vilka löptider har ni på hyresavtalen – underförstått finns det ett samband mellan risktagandet kundtyp/kontrakt/ränteduration)?
- Vilka är de största riskerna (på fastighetsmarknaden)?

Källförteckning

Tryckta källor

Finansanalytikernas Rekommendationer. (2003). Stockholm: Sveriges finansanalytikers service.

Fischer, S. (1993). *The Role of Macroeconomic Factors in Growth.* The Journal of Monetary Economics 32 (1993), s. 485-512

Fregert, K & Jonung, L. (2003). *Makroekonomi: teori, politik & institutioner.* Lund: Studentlitteratur

Gregow, T (red.). (2005). *Sveriges Rikes Lag gillad och antagen på Riksdagen år 1734, stadfäst av Konungen den 23 januari 1736.* (126:e uppl.). Stockholm: Norstedts Juridik.

Jacobsen, D. I. (2002). *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen.* Lund: Studentlitteratur.

Jaffee, D. (1994). *Den svenska fastighetskrisen.* Stockholm: SNS Förlag.

Lindgren (red), *Bankkrisen* (s. 7-32). Stockholm: Bankkriskommittén.

Pettersson, K-H. (1993). *Bankkrisen inifrån.* Stockholm: SNS Förlag.

Söderlind, L. (2001). *Att mäta ränterisker.* (2:a uppl). Stockholm: SNS Förlag.

Trost, J. (1993). *Kvalitativa intervjuer.* Lund: Studentlitteratur.

Elektroniska källor

After the fall - After the fall; House prices. (2005). *The Economist*, 375, 11. Hämtad 2005-11-25, från Proquest.

Bank of England Quarterly Bulletin, 2004, *The informational content of empirical measures of real interest rate and output gaps for the United Kingdom*, Hämtad 2005-12-05, från http://www.findarticles.com/p/articles/mi_qa3774/is_200410/ai_n9426366

Referat från föredrag, Bergström, V. Vice riksbankschef (1999-05-21). *Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim*. Hämtad 2005-12-05, från <http://www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=1782>

Economic Journal XVII, 1907 *The Influence of the Rate of Interest on Prices*, Hämtad 2005-12-01, från http://www.cooperativeindividualism.org/wicksell_interest.html

Ekonomisk Debatt (nr 1/1988), *Begreppet bubbla – Standarddefinitioner*. Referat hämtat 2005-12-01, från <http://www.international.se/98hled.htm>

Futures Targeting? *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29, 535-541. Hämtad 2006-01-04, från JSTOR.

Garrison, R. & White, L. (1997) Can Monetary Stabilization Policy be Improved by CPI Hedensjö, B. (2005). Nuder ser ingen bostadsbubbla. *Dagens Industris nätupplaga*. Hämtad 2005-12-12, från <http://di.se/Index/Nyheter/2005/11/04/163690.htm?src=xlink>

Interest Rate Derivatives. Hämtad 2006-01-01, från http://gm.bankofny.com/Markets_IRD.asp

Johnson, P. *A Glossary of Political Economy Terms*. Hämtad 2005-12-22, från www.auburn.edu/~johnspm/gloss/interest_rate

Konjunkturinstitutet. (2005a). *Inflation*. Hämtad 2005-12-27, från <http://www.konj.se/lagetisvenskekonomienoversikt/lagetisvenskekonomi/inflation.4.165a3c2f6d286f5347fff840.html>

Konjunkturinstitutet. (2005b). *Inflation*. Hämtad 2005-12-27, från <http://www.konj.se/lagetisvenskekonomienoversikt/lagetisvenskekonomi/inflation.4.165a3c2f6d286f5347fff840.html>

Konjunkturinstitutet. (2005c). *Konjunkturläget: december 2005*. Hämtad 2005-12-22, från http://www.konj.se/download/18.2b06ad4d10823916e6d80008380/KL_dec2005_hem.pdf

Larsen, J. (2004). *Bank of England Quarterly Bulletin*. Hämtad 2005-12-01, från <http://www.bankofengland.co.uk/publications/quarterlybulletin/2004.htm>

- Larsson, A. & Granhag P. A. (2005). Interviewing children with the cognitive interview: Assessing the reliability of statements based on observed and imagined event. *Scandinavian journal of psychology*, 46, 49-57. Hämtad 2006-01-04, från Blackwell.
- Lind, H. (1998). Bubblor och beslutsunderlag: Fastighetsvärderingar under boomen 1985-1990". *Ekonomisk Debatt*, 1. Referat hämtat 2005-12-13 från <http://www.international.se/98hled.htm>
- Lindgren, H. (1994). *Att lära av historien. Några erfarenheter av finanskrisen. (Bankkrisen)*. Finansdepartementet, Stockholm. Referat av Bo Lundgrens artikel "När Bubblan sprack", hämtat 2005-12-03 från <http://www.ne.su.se/ed/pdf/26-8-hs.pdf>
- Penning och valutapolitik*, 1999:2, 43-58. Hämtad 2005-12-10, från <http://www.riksbank.se/upload/3155/Penning%20Valutapolitik%202-99.pdf>
- Penning och valutapolitik*, 2005:4. (2005). Hämtad 2005-12-10, från http://www.riksbank.se/pagefolders/17884/2004_4.pdfRiksbanken. (2005a).
- Riksbanken. (2005a). *Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken*. Hämtad 2005-11-20, från http://www.riksbank.se/pagefolders/19477/rantestyrning_publication.pdf
- Riksbanken. (2005b). *Reporäntan lämnas oförändrad på 1,5 procent*. Hämtad 2005-12-05, från <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=19213>
- Riksbanken. (2005c). *Reporänta, in- och utlåningsränta*. Hämtad 2005-12-01, från <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=8912>
- Statistiska Centralbyrån. (2004). *Inflation 1831-*. Hämtad 2005-12-01, från http://www.scb.se/Statistik/PR/PR0101/2005M01/PR0101_2005M01_DI_06-07_SV.xls#Data!A1
- Stellan Lundström, (1990-10-22) *Vad händer vid en lågkonjunktur? Fastighetspriserna kan halveras*, Dagens Industri, Referat hämtat 2005-12-03 från <http://international.se/stellan90.htm>

The American Journal of Economics and Sociology, *Wicksell on the Classical Theories of Money, Credit, Interest and the Price Level: Progress or Retrogression.*, Hämtad 2005-12-01 från http://www.findarticles.com/p/articles/mi_m0254/is_3_58/ai_55884727

Riksbanken (1999), *Penning och valutapolitik*. Hämtad 2005-12-07, från <http://www.riksbank.se/upload/3155/Penning%20Valutapolitik%202-99.pdf>

Muntliga källor

Stellan Lundström, professor i fastighetsekonomi på KTH

Björn Möller, vice VD ACTA Fondförvaltning

Johan Risberg, Finansdirektör Kungsleden

Olle Knaust, vice VD Fabege

Mats Andersson, Fondförvaltare Nordea Bank

Jonas Månsson, Ränte- och valutahandlare Nordea Markets

Årsredovisningar

Castellum, 2004

Fabege, 2004

Fastpartner, 2004

Hufvudstaden, 2004

Ljungberggruppen, 2004

Kungsleden, 2004

Wallenstam 2004

Övriga

Penningmarknaden, föreläsningssanteckningar. Hämtad 2005-12-01, från

http://www.nek.lu.se/NEKHAS/Documents/Penning_1.pdf

Konjunkturläget december 2005, Konjunkturinstitutet. Hämtad 2005-12-22, från

<http://www.konj.se/arkiv/pressmeddelandearkiv/5.2b06ad4d10823916e6d80006511.html>

Melker Schörling, SNS pressmeddelande, 28 nov 1994. Referat hämtat 2005-12-22, från

<http://www.international.se/sns94.htm>

Penning & valutapolitik 4/2005. Hämtad 2005-12-01, från

<http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=19130>

(*SOU 2002:47*). Hämtad 2005-12-22, från <http://www.regeringen.se/sb/d/108/a/1673>