

Fastighetsrapporten - insikter & utsikter

13 november, 2024

Lättare finansiering blåser liv i fastighetssektorn

- Fastighetsbolagen tillbaka på obligationsmarknaden
- Bopriser och fastighetsvärden vänder upp
- Energiprestanda i fokus och skiftande byggbehov



Innehåll

Förord	3
Översikt	
Lättare finansiering blåser liv i fastighetssektorn	5
Räntemarknad och Marknadsfinansiering	
Lägre räntor gynnar marknadsfinansiering	9
Bostadsmarknaden	
Aktivitet pågår, men hur ser normalisering ut?	14
Temaartikel: Bostadsmarknaden	
Höga trösklar, även med avreglering	17
Temaartikel: Bostadsbyggande och demografi	
Både brist och överskott på bostäder	20
Hållbarhet	
Energiprestanda: Nya detaljer och drivkrafter	23
Kommersiella fastighetsmarknaden	
Sencyklisk motvind	27
Aktiemarknaden	
Finansiell oro som bortblåst	30

Förord

Fastighetsmarknaden vädrar morgonluft när Riksbanken fortsätter sänka styrräntan. Inflationen är nära målet på 2 procent men konjunkturen är fortfarande svag. Det finns dock goda förutsättningar för en stark utveckling nästa år då hushållens inkomster stärks rejält. Får vi rätt i vår vy betyder det att även arbetsmarknaden kommer att förbättras successivt.

Inte bara hushåll får det bättre när räntan sänks utan även fastighetsbolagen känner av detta. Den finansiella stressen är i princip som bortblåst och bolagen har åter tillgång till kapitalmarknaden. Men utbudet är stort både för privata bostäder och kontor så i det perspektivet är det köparen/hyresgästens marknad. Något som håller tillbaka priser. Men vi räknar ändå med en fortsatt återhämtning, där osäkerheten kring prisbilden successivt lättar.

Det finns fortfarande mer långsiktiga utmaningar och möjligheter. Till exempel den demografiska utvecklingen som vi tror betyder att det både kan vara brist och överskott på bostäder. En fjärdedel av alla lokalbyggnader kommer också att behöva energirenoveras de kommande åren. I kvadratmeter är det en mindre andel men ändå något som fastighetsbolag måste ta i beaktande.

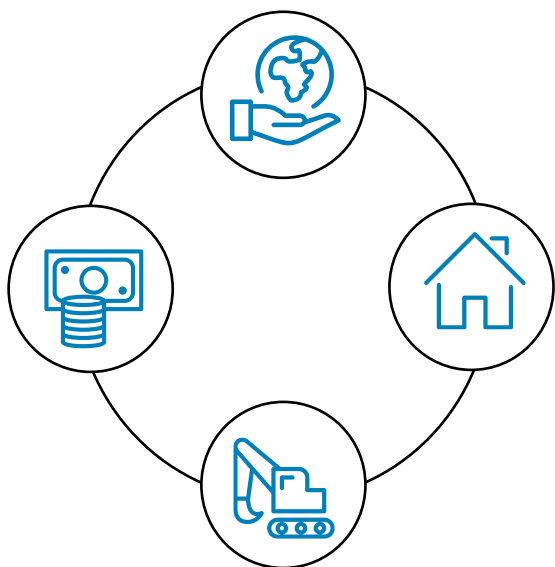
Vi tar precis som tidigare ett brett grepp och analyserar fastighetsmarknaden från ett makro-, kredit-, aktie- och hållbarhetsperspektiv.

Vi som arbetat med rapporten kommer från Handelsbanken Markets.

Christina Nyman

Visste du att:

- **Bland 40-49-åringar med utländsk bakgrund bor 4 av 10 i hyresrätt.**
- **Medelavgiften i nyproducerade lägenheter har stigit med ca 25 procent sedan inledningen av 2021.**
- **10 procent färre 0-19 åringar om tio år talar för lägre behov av utbildningslokaler och dämpar efterfrågan på större boenden.**
- **Årlig energirenoveringstakt behöver sannolikt dubblas jämfört med historisk takt om 16 procent av alla lokalbyggnader ska ha energieffektiviserats till 2030.**
- **Idag står fjärrvärme för uppvärmningen av 90 procent av alla flerbostadshus i Sverige, och 78 procent av alla lokaler.**
- **Fastighetsvärderingarna har vänt uppåt igen, lett av bostäder och logistik.**
- **Anpassningen till mer hemarbete och svag sencyklisk konjunktur bidrar båda till den svaga efterfrågan på kontor.**



- **Finansieringssituationen lättar**
- **Bostadspriser stiger och trösklar består**
- **Splittrat läge på kommersiella fastighetsmarknaden**
- **Nya drivkrafter till förbättrad energiprestanda**

Riksbanken sänker nu styrräntan i snabb takt och hushållen tar täten i konjunkturåterhämtningen. Jämfört med vår förra rapport i mars 2024 ser vi ljusare på fastighetsbolags tillgång till finansiering och fastighetsvärden och bopriser har börjat vända upp. Byggutsikterna ljusnar något men byggkostnader och demografi talar för en totalt sett sidledes utveckling av bostadsbyggandet.

Vår vy det närmaste året

Ny prognos Tidigare prognos

	Ny prognos	Tidigare prognos
BOSTADSPRISER	↗	(↗)
BYGGSTARTER BOSTÄDER	→	(→)
KOMMERSIELLA FASTIGHETSVÄRDEN	↗	(↘)
FASTIGHETSAKTIER	↗	(→)
AVKASTNINGSKRAV	→	(↗)
VAKANSGRAD	↗	(↗)
MARKNADSFINANSIERING	↗	(↘)
HÅLLBAR/GRÖN FINANSIERING	↗	(↗)

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

Översikt

Lättare finansiering blåser liv i fastighetssektorn

Läget för fastighetsbolag och hushåll ljusnar i takt med att finansieringssituationen lättar. Efter några tuffa år på kapitalmarknaden är nu många fastighetsbolag tillbaka på obligationsmarknaden och vi bedömer att fastighetsvärdena har slutat falla. Men frågan är vilken utveckling på fastighetsmarknaden vi bör räkna med när räntor stabiliseras kring en högre nivå än tidigare. Vår prognos är att fastighetsvärden ökar svagt kommande året, vid sidan av en gradvis återhämtning av transaktionsvolymer. På bostadsmarknaden har aktiviteten återhämtat sig väl, trots längre försäljningstider, och priserna har börjat stiga svagt. Vi räknar med måttliga prisökningar kommande år, utifrån dagens bolånekrav, och att bostadsbyggandet förblir kring dagens nivåer mot bakgrund av de höga byggkostnaderna. Dessutom behöver byggbolag och kommuner anpassa sina planer till den lägre befolkningstillväxten och de ökade kraven på energiprestanda.

Tufft världsläge rubbar inte räntemarknad...

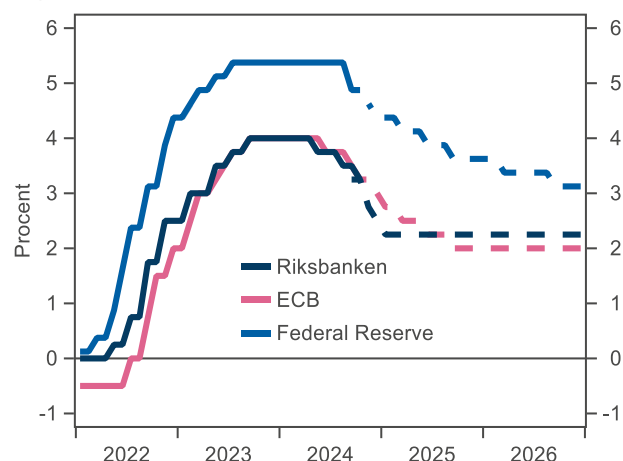
Utifrån ett redan ansträngd geopolitiskt läge, med krig mellan Ryssland och Ukraina och konflikt mellan Kina och Taiwan har de globala spänningarna ökat ytterligare det senaste året. Där eskalationen i Mellanöstern är i stort blickfång, ett krig som även dragit in det oljeproducerande landet Iran i händelsernas centrum. Än så länge har vi dock sett måttliga effekter på oljepriset, som är enligt vår bedömning en viktig temperaturmätare för hur svensk ekonomi kan påverkas. Vi har inte heller sett någon uppgång i fraktpriser, den andra kanalen som potentiellt kan ge effekter på svensk inflation och konjunktur. Sammantaget har räntemarknaden påverkats i högre grad av utfall kopplade till framför allt amerikansk inflation och sysselsättning, än av denna dystra globala utveckling. Och trots att vi nu lägger det amerikanska valet bakom oss kvarstår stora geopolitiska osäkerheter kopplat till amerikansk politik.

USA:s valseger för Donald Trump, och det faktum att republikanerna, av allt att döma, vann majoritet i båda kamrarna i kongressen bådär för en mer expansiv finanspolitik i en redan förhållandevis stark amerikansk ekonomi. Vi bedömer att det leder till något högre amerikansk BNP på kort sikt, men också något högre inflation och styrränta i USA kommande år. Den förväntade ökningen av USA:s budgetunderskott och Trumps aviserade tullhöjningar kan komma att driva upp inflationen även utanför USA:s gränser, samtidigt som den globala tillväxten riskerar att dämpas. Det kommer dock att ta tid för Trumps politik att utkristallisera sig och för effekter att visa sig och centralbankerna kommer sannolikt få ha tålamod både med fortsatta volatila räntemarknader och att invänta inkommande data för att bättre kunna avgöra inflationsutsikterna.

Sammantaget räknar vi med att centralbankerna lyckas med reptricket att mjuklanda ekonomierna,

där inflationen i såväl USA, Euroområdet och Sverige nu är på eller nära målet och där BNP-tillväxten förväntas återgå till mer normal takt. Medan den globala industrikonjunkturen bromsar in och amerikansk tillväxt dämpas ser vi i Europa och Sverige att återhämtningen snart inleds.¹

Styrräntor fortsätter sänkas framöver



Källor: Macrobond, respektive centralbank och Handelsbanken

... men räntestrategier bör väga in risker

Långräntor har sett förhållandevis attraktiva ut på sistone men i dagsläget är det ingen stor skillnad mellan korta räntor och de på längre löptider, något vi illustrerar i artikeln Räntemarknad och Marknadsfinansiering. När företag och hushåll ska göra upp en strategi kring sin räntebindning är det centralt att väga in hela riskbilden och göra sig en egen uppfattning om hur man bör väga in olika möjliga scenarier. Vi anser att riskbilden på senare tid har gått från att vara balanserad till att nu vara lite mer tiltad på nedsidan, mot bakgrund av de senaste hårda data och indikatorer som har kommit in. Det vill säga på kort sikt är riskerna större att konjunkturen försvagas mer än vår prognos än att den stärks snabbare. Vi konstaterar samtidigt att marknaden fortsätter att prisa in något lägre

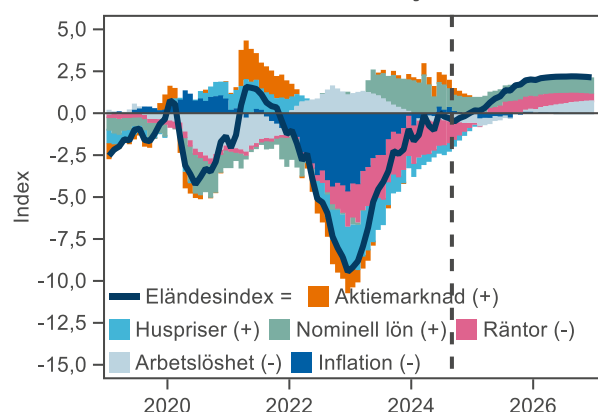
¹ Läs mer om vår globala konjunkturprognos från september [här](#).

marknadsräntor och potentiellt en högre sannolikhet för större negativa effekter på arbetsmarknader av dagens åtstramande penningpolitik. Om konjunkturen försvagas eller den neutrala räntan visar sig vara högre eller lägre, kan slutsatsen kring vilken räntebindning som är lönsam bli annorlunda.

Hushållen driver återhämtningen

I bräschan för den ekonomiska återhämtningen som vi nu räknar med går hushållen, som utöver lägre inflationstakt och räntesänkningar ser inkomsterna öka snabbare än normalt och med ytterligare stöd från skattesänkningar under nästa år. Hushållens konsumentförtroende har som en konsekvens förbättrats påtagligt, något som vi illustrerar i vårt egenkonstruerade Eländesindex.² Detta Eländesindex korrelerar väl med hushållens konsumentförtroende och illustrerar drivkrafterna framåt. Medan bostadspriser och inflation normaliseras räknar vi med att inkomsterna ökar snabbare än normalt kommande år och driver upp konsumentförtroendet över det normala.

Handelsbankens eländesindex ljusnar



Anm.: Högre index = Mindre elände. Eländesindex korrelerar väl med konsumentförtroendet. 0=historiskt normal nivå.
Källor: Macrobond och Handelsbanken

För ett typhushåll med två vuxna med medianinkomst och genomsnittlig storlek på bolån för nya bolånetagare ökar köpkraften nästa år jämfört med ifjol med ca 3700 kr till följd av lägre boräntor, högre inflationsjusterade inkomster och skattesänkningar. För många hushåll tar det dock många år att återhämta köpkraften efter de gångna åren med stora prisuppgångar, som inneburit att hushållen tappat omkring tio års reallöneökningar (inkomster justerad för inflation). På aggregerad nivå har dock arbetsmarknaden visat motståndskraft och dämpat effekterna på hushållens disponibla inkomster.

² Se Macro comment "After inflation misery – households once again equipped to support the recovery, [här](#).

Tabell. Räkneexempel - Typhushåll

2 medianinkomster (35600kr), bolån 2,1 mnkr

	Totalt	Boräntor	Reallön*	Skatter**
2024	1200	-54	854	400
2025	2470	1201	669	600***
Summa	3670	1147	1523	1000

Anm.: Ökad köpkraft per månad jämfört med 2023.

*Efter skatt **Inflationsjusterad ***Jobbskatteavdrag steg 9

Källa: Handelsbanken

Vi går nu in i en stor avtalsrörelse som berör majoriteten av alla arbetare i Sverige då drygt 500 centrala kollektivavtal ska omförhandlas, där de flesta löper ut sista mars. Förra avtalsrörelsen genomfördes i ett utmanade läge med hög inflation och svaga konjunktutsikter. Avtalet resulterade då i tvåårigt märke med centralt avtalade löneökningar på 4,1 procent första året och 3,3 procent andra året. Inför den stundande avtalsrörelse är läget mer stabilt. Inflationen har kommit ner, reallönerna har börjat stiga igen och konjunkturläget bedöms förbättras under 2025 och 2026. Å andra sidan svalnar nu global industrikonjunktur och vinstläget pressas. Arbetstagarerna kräver centrala löneökningar på 4,2 procent i kommande avtalsrörelse, vilket är 0,2 procentenheter lägre än deras krav inför den förra avtalsrörelsen. Vår prognos är att arbetsmarknadens parter i kommande avtalsrörelse återigen enas kring ett tvåårigt avtal med centrala avtal något över 3 procent per år och att de totala löneökningarna landar på cirka 3,7 procent per år.

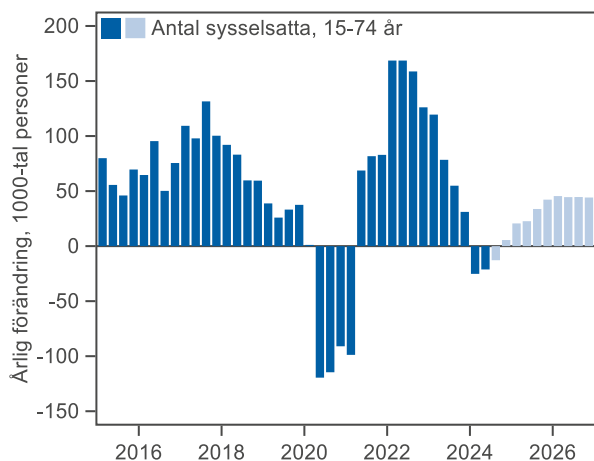
Hushållens köpkraft förbättras av stigande inkomster, lägre skatter och räntesänkningar

Ljusnande läge på arbetsmarknaden

Arbetslösheten har stigit till 8,6 procent, men är nu nära toppnivån denna konjunkturcykel, enligt vår prognos. Västerbottens län är det enda länet i Sverige där sysselsättningen fortsatt att öka, men där å andra sidan länet nu drabbas av Northvolts neddragningar. Problem kopplat till de stora industrisatsningarna i Norrland riskerar att strukturellt försämra sysselsättningsutsikterna i Sverige. Men i övriga län där sysselsättningen redan har minskat och med konjunkturåterhämtningen i sikte ser vi nu framför oss att sysselsättningen, totalt sett, vänder upp efter årsskiftet och att arbetslösheten därmed faller tillbaka. Företagen har i huvudsak dragit ner på temporärt anställda och nyanställningar, snarare än genomfört uppsägningar

och det är bland dessa grupper vi räknar med en återhämtning. Det talar för en tydligare sysselsättningsökning bland unga, där arbetslösheten har stigit påtagligt mer än bland kärnarbetskraften. I slutet av 2026 är det ca 90 000 fler sysselsatta i Sverige jämfört med det tredje kvartalet i år. För byggbranschen är bilden dock splittrad, då vi å ena sidan räknar med en allmän konjunkturåterhämtning, men å andra sidan inte med någon vidare uppgång i bostadsbyggandet.

Arbetsmarknaden ljusnar 2025

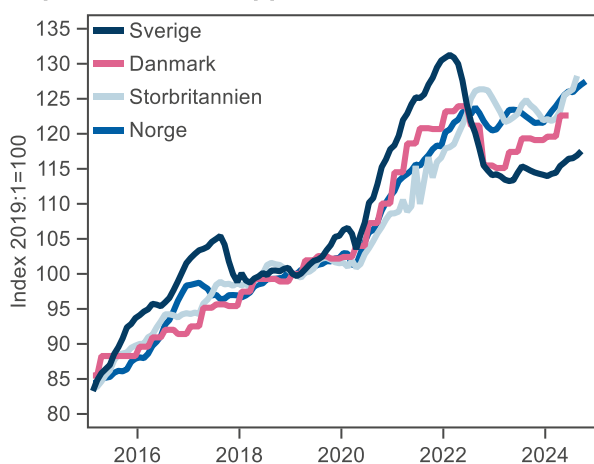


Källor: Macrobond och Handelsbanken

Mer optimism på bostadsmarknaden...

Bolånetagarnas situation ljusnar särskilt snabbt när boräntekostnaderna nu sjunker. Vi räknar med att bankernas genomsnittliga rörliga (tremånaders) boränta bottnar kring 3,1 procent i början av 2025 och konvergerar samtidigt med boräntor med längre löptider. Därefter stabiliseras ränteläget, samtidigt som reallöner fortsätter stiga. Enligt vår prognos ökar bostadspriserna med ca 4 procent nästa år.

Bopriser har vänt upp i flera länder



Källor: Macrobond och nationella källor

Även om försäljningsaktiviteten har återhämtat sig väl finns fortsatt förhållandevis många objekt till salu

och bostadsmarknaden är betydligt lugnare än tidigare. Vår bedömning är att hushållen med det högre ränteläget blir något mer försiktiga till att skuldsätta sig och fatta snabba beslut kring boendesituationen. Men det finns en risk att efterfrågan på bostäder och bostadspriser tar fart snabbare än vi räknar med, till exempel om regeringen beslutar sig för att lätta på amorteringskraven. Den statliga utredningen som presenterade sitt uppdrag den 4 november föreslår kraftiga lättnader av kraven i form av både höjt bolånetak och sänkta amorteringskrav. Det skulle kunna driva upp skuldsättningen, men också frigöra mer pengar att disponera till konsumtion eller sparande för befintliga bolånetagare. För typhushållet i räkneexemplet ovan skulle ett sänkt amorteringskrav till 1 procent innebära ytterligare 1750 kr i månaden, läs mer i temaatikeln om bostadsmarknaden.

... men byggandet ser fortsatta hinder

Mindre optimism går att skönja på nyproduktionsmarknaden, för vilken förvisso byggindikatorer indikerar att botten är passerad men där bygglovsstatistik och försäljningstakten av nyproducerade lägenheter är svag. Med byggkostnader som är 35 procent högre än före pandemin, markpriser som förblivit höga och nyproduktionspriser som ligger högt relativt befintliga lägenheter har byggbolagen en tuff ekvation att lösa. Till detta kommer också ett tydligt demografiskt skifte med lägre befolkningstillväxt och en ökad andel äldre i befolkningen, en åldersgrupp som generellt har en låg flyttbenägenhet.

Sammantaget räknar vi med att bostadsbyggandet förblir kring dagens nivåer, men med stora regionala skillnader, där vi bland annat anar en ökad fokusering kring storstadsområden där befolkningsutsikterna är ljusare. Utanför storstadsregionerna kan nybyggnationen behöva minska ytterligare framöver för att hålla jämna steg med befolkningstillväxten trots nedgången som redan har skett i spåren av högre räntor och byggkostnader. En majoritet av kommunerna utanför storstadsregionerna bedömer att det inte längre råder brist på bostäder i kommunen, enligt Boverkets senaste undersökning. Och för samhällsfastigheter ritas kartan om med anledning av de nya befolkningsframskrivningarna från SCB, då färre barn leder till att behovet av fastigheter för utbildning och barnomsorg minskar. Läs mer om byggbehov och demografi i artikeln "Både brist och överskott på bostäder".

Nya krav på byggnaders energiprestanda

I oktober 2024 lämnade Boverket in en första delredovisning gällande hur regelverket kring byggnaders energiprestanda, EPBD, kan implementeras i Sverige. Den innehåller preliminära beräkningar gällande gränsvärden för befintliga lokalbyggnaders energiprestanda som inte får överskridas från och med år 2030 samt 2033. Det är lokalbyggnaderna med sämst energiprestanda som ska renoveras, och den mest avgörande faktorn för om en byggnad klarar kraven eller ej är dess uppvärmningssystem. Antalet byggnader som inte klarar gränsvärdena för 2030 och 2033, motsvarar 16 respektive 26 procent inom varje lokalkategori i termer av antal byggnader. Givet att utbildning, följt av kontor står för störst antal byggnader totalt, är det dessa två kategorier där flest byggnader som inte klarar gränsvärdena återfinns. Vi noterar dock att byggnaderna med sämst energiprestanda visat sig vara mindre än övriga, vilket leder till att andelen av beståndet som påverkas i termer av kvadratmeter blir lägre än om gränsvärdena satts baserat på yta. Exakt investeringsbehov återstår att se, men vi bedömer att det inte behöver vara allt för dramatiskt även om den årliga renoveringstakten för lokalbyggnader behöver öka.

*26% av lokalbyggnader men bara
15% av lokalytan behöver
energirenoveras till 2033*

Idag står fjärrvärme för uppvärmningen av 90 procent av alla flerbostadshus i Sverige, och 78 procent av alla lokaler. Fler lokaler väntas konvertera till fjärrvärme till följd av de nya energiprestandakraven. Dock kan stigande priser på fjärrvärme kan vara en ytterligare drivkraft för att investera i energieffektiviseringar. Läs mer i artikeln "Energi-prestanda: Nya detaljer och drivkrafter".

Splittrad vy för kommersiella fastigheter

Läget för kommersiella fastigheter är splittrat, med å ena sidan en snabb förbättrad tillgång till finansiering, å andra sidan en fortsatt trög transaktionsmarknad. När det kommer till marknadsfinansiering dominerar fastighetsbolagen återigen på den svenska obligationsmarknaden, i linje med utvecklingen under 2021. Nu representerar fastighetsbolagen återigen över klart 50 procent av nyemitterad volym på den svenska marknaden och några svenska bolag har även börjat emittera på euromarknaden igen. Vi tror att den trenden kommer att fortsätta, läs mer i artikeln Räntemarknad och Marknadsfinansiering.

Trögheten på transaktionsmarknaden antyder dock att köpare och säljare har svårt att mötas och att osäkerheten om värderingar består. Samtidigt har fastighetsvärdena inte bara slutat falla utan faktiskt vänt svagt upp under tredje kvartalet, lett av bostäder och logistik. Uppgången i vakanser har varit mindre än vi fruktade innan sommaren men hyresmarknaden visar ändå svaghetstecken och hyresintäkterna riskerar att stagnera 2025. Vi bedömer att fastighetsvärdena ökar svagt under 2025 men att det finns stora variationer mellan olika lägen och segment, läs mer i artikeln om Kommersiella fastigheter "Sencyklisk motvind".

Låga värderingar för bostäder och kontor

På börsen dras bostäder och kontor i Stockholm med låga värderingar i förhållande till bokförda värden, det vill säga stora substansrabatter. De låga värderingarna av bostadsaktier bedömer vi är kopplat till det svaga kassaflödet och blygsam förväntad tillväxt, snarare än att det speglar en konjunkturell risk med förväntade nedskrivningar av fastighetsvärden. För kontorssegmentet ser vi tämligen höga värderingar i aktier med exponering mot kontor så länge kontoren ligger utanför Stockholm och Göteborg. För kontorssegmentet i Stockholmsregionen präglas vyn både av cyklisk risk och en befarad risk för strukturell förändring som skulle kunna leda till lägre efterfrågan och högre vakanser med negativa konsekvenser för hyresnivåerna. Vi ser dock stora variationer i vakansgrader mellan olika delmarknader i Stockholmsområdet och anser att investerarnas analys möjligen är något onyanserad i dagsläget, där såväl läge och kvalitet på lokalerna kommer att vara helt avgörande i kampen om hyresgästernas intresse.

*Investerarna har tonat ner den finansiella
risken – talar för minskad volatilitet*

Sammantaget bedömer vi att investerare åter har fokus på vinsttillväxt. Vi konstaterar att de senaste årens oro för finansiell risk och balansräkningar till synes har ersatts av tillväxtorienterade, riktade emissioner i syfte att växa vinst per aktie. Vi tror dock inte att riktade emissioner är en uthållig källa för vinsttillväxt. Vi tror på en något lugnare period det kommande året med förhoppning om en lägre volatilitet än vad vi har upplevt de senaste åren, mot bakgrund av att investerarna tonat ner den finansiella risken.

Lägre räntor gynnar marknadsfinansiering

Riksbanken har sänkt styrräntan i en snabb takt i år och väntas fortsätta med ytterligare två räntesänkningar ner till 2,25 procent i början av 2025. Därefter är vår bedömning att styrräntan ligger kvar på 2,25 procent. Längre marknadsräntor har redan fallit och givet våra prognoser ger idag en fast ränta fortfarande något lägre kostnader än att välja rörligt. Men osäkerheten är stor vilket vi illustrerar i olika scenarier. Med sjunkande räntor har riskbilden för fastighetsbolagen förändrats och de är nu tillbaka på kapitalmarknaden. Bland annat har inflöden i företagsobligationsfonder och högre kreditspreadar, än för andra sektorer, drivit efterfrågan på fastighetsobligationer. Allt fler bolag börjar nu också söka sig till euromarknaden och vi bedömer att denna utveckling kommer fortsätta.

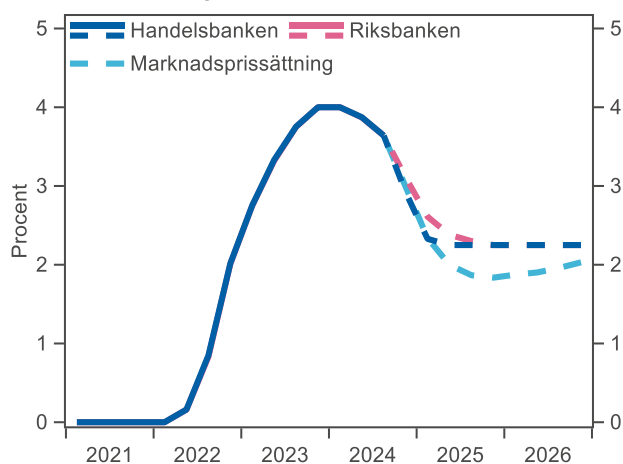
Utvalda slutsatser

- Riksbanken sänker räntan tills den når en "normal" nivå, på 2,25 procent tror vi.
- Långa marknadsräntor har fallit och ger fortfarande något lägre kostnader i vårt huvudscenario. Men osäkerhet stor.
- Bankfinansiering minskar tydligt till förmån för kapitalmarknadsfinansiering.
- Större investerarintresse och billigare finansiering har ökat aktiviteten på kapitalmarknaden. En utveckling som vi tror fortsätter.
- Allt fler fastighetsbolag kommer söka sig till euromarknaden för finansiering.

Riksbanken normaliserar räntan

Mot bakgrund av att inflationen ser ut att stabiliseras runt inflationsmålet samtidigt som konjunkturen är svag har Riksbanken i år sänkt styrräntan från 4,0 till 2,75 procent i november. Enligt Riksbanken kan styrräntan även sänkas i december och under första halvåret 2025, i linje med vad som kommunicerades i september. Riksbankens prognos från september planar ut på 2,25 procent nästa år.

Riksbankens styrränta

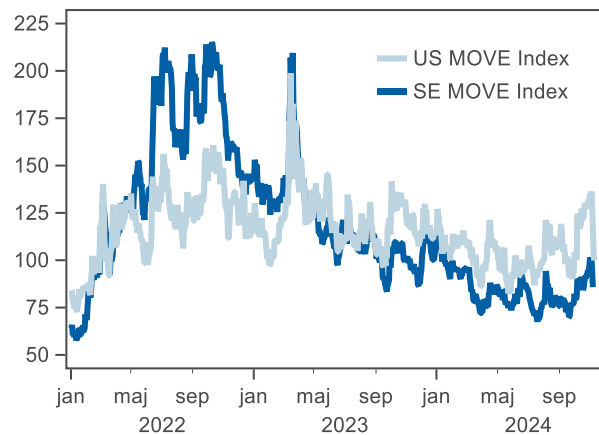


Källor: Macrobond, Riksbanken och Handelsbanken

Vår prognos för styrräntan är nu i linje med Riksbankens prognos medan marknadsprissättningen indikerar att styrräntan blir lägre nästa

år. Prissättningen på räntemarknaden har varierat en hel del i år. Att styrräntan ska ner är klart men hur snabbt och hur mycket har påverkats av Riksbankens kommunikation och av svensk data, men även av förväntningar på den amerikanska centralbanken och utsikterna i USA. Det amerikanska valet har ökat volatiliteten och fått framförallt amerikanska långräntor att stiga, på ökad risk för inflation och ökade underskott med Trumps politik. I samband med valresultatet ökade volatiliteten ytterligare, framförallt på den amerikanska räntemarknaden, men har nu fallit tillbaka.

USA-valet har ökat volatiliteten



Anm.: Förväntad volatilitet på räntemarknader
Källor: Bloomberg och Handelsbanken

Prissättningen på räntemarknaden indikerar när detta skrivs ungefär en 25-punktersänkning vid det penningpolitiska mötet i december och i januari. I mitten av 2025 bottnar prissättningen på 1,85 procent. En tolkning av marknadens prissättning är att sannolikheten för en svagare konjunktur (lågkonjunktur) nästa år är större än det omvända. Och av det följer att sannolikheten är större för att

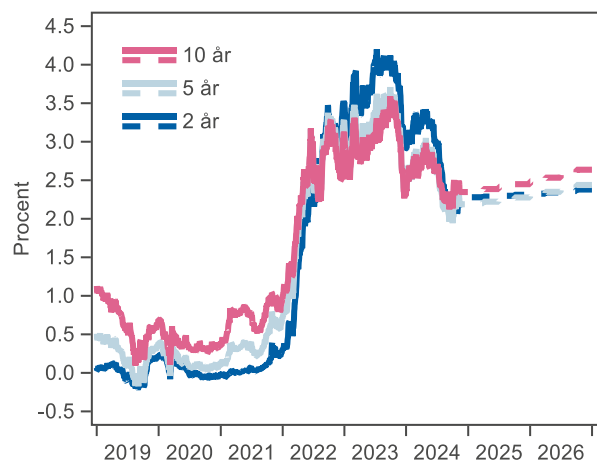
styrräntan hamnar under än över den neutrala nivån.³

Neutrala räntan en styrråra

Bedömningen av den neutrala räntan spelar stor roll för ränteprognosen de kommande åren och för nivån på långräntor. Vår bedömning är att en normal styrränta i Sverige ligger runt 2,25 procent de närmaste åren. Den neutrala räntan är den räntenivå som varken är expansiv eller åtstramande för ekonomin. Den är alltså inget man kan observera men om räntenivån bromsar ekonomin och sänker inflationstrycket kan man anta att räntan ligger över denna nivå och vice versa.⁴

Vad gäller långa marknadsräntor, som obligations- och swapräntor, bestäms dessa till stor del av förväntningarna på hur styrräntan kommer att utvecklas framöver, det vill säga synen på den neutrala räntan. De längre marknadsräntorna i Sverige ligger mellan 2-2,5 procent i nuläget. Givet vår syn på den neutrala styrräntan och konjunkturutsikterna gör vi bedömningen att fasta räntor har bottnat.

Marknadsräntor(swap) bedöms ha bottnat



Källor: Macrobond och Riksbanken

För vår prognos framåt behöver vi även ta hänsyn till att långa räntor påverkas av en riskpremie, eller löptidspremie, som kompenserar investerare för att hålla långa räntepapper eftersom priserna på dessa är mer volatila. Löptidspremierna kan visserligen inte observeras i marknaden, men enligt de flesta modeller bedöms de ha varit låga under de senaste drygt 10 åren, i såväl Sverige som i stora delar av omvärlden. Vår syn är dock att de kommer att stiga successivt framöver drivet av att utbudet av obligationer på marknaden ökar, dels till följd av att centralbankerna minskar sitt obligationsinnehav dels

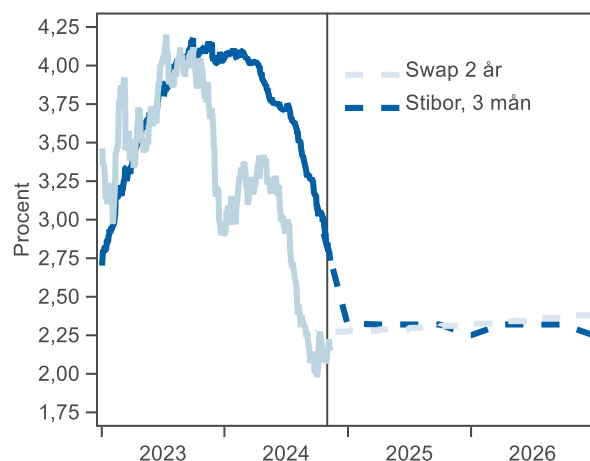
³ Marknadsprissättningen visar ett medelvärde till skillnad från de prognoser som kommer från prognosmakare som oss och även från Riksbanken som snarare är typvärdesprognoser.

av att finanspolitiken blir mer expansiv i såväl Sverige som USA. Mot denna bakgrund prognostiserar vi svagt stigande långräntor de närmaste åren.

Rörlig eller fast ränta?

Eftersom vår bedömning är att fasta räntor har bottnat medan de rörliga marknadsräntorna kommer sjunka ytterligare, i linje med Riksbankens räntesänkningar, är det när detta skrivs något mer fördelaktigt att välja fasta marknadsräntor före rörliga.

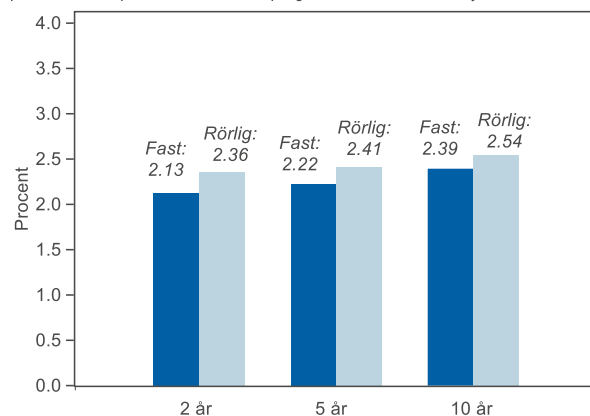
Rörlig vs 2-årig marknadsränta (swap)



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Men som beskrivits har räntor och ränteförväntningar rört sig mycket senaste året. Har man en annan syn på konjunkturutsikterna och/eller den neutrala styrräntan kan man komma till en annan slutsats. Det redovisar vi i en kort fördjupning nedan.

Fast ränta är aktuell marknadsränta. Rörlig ränta motsvarar räntan för respektive period baserat på Handelsbankens prognos för Riksbankens styrränta.

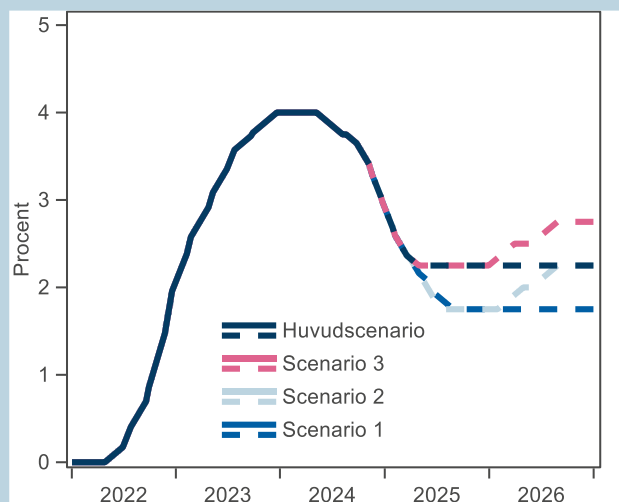


Källor: Macrobond, Handelsbanken

⁴ Se Macro comment "Rising r* revisited – Phoenix or Icarus?" [här](#).

Vad betyder olika antaganden för räntor?

Vår prognos baseras på att den neutrala räntan ligger runt 2,25 procent och att styrräntan och konjunkturen är på väg mot en normalisering. Om man har en annan syn på nivån på den neutrala räntan eller på konjunkturen de kommande åren så är det rimligt att också hamna med en annan ränteprognos.



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Scenario 1 (blå): Lägre neutral ränta

Anta att neutral nominell styrränta är 1,75 procent. Styrräntan skulle då fortsätta att sänkas under 2025 ner till 1,75 procent. Med samma antagande om löptidspremie skulle det innebära att en 10-årig marknadsränta istället för att ha bottnat kan sjunka ytterligare och hamna på drygt 2 procent i slutet av 2026 jämfört med vår prognos på ca 2,5 procent fjärde kvartalet 2026. I detta scenario är det mer förmånligt att ligga med rörliga räntor.

Scenario 2 (grå): Svagare konjunktur och lägre inflationstryck närmaste året

I detta scenario antas att Riksbanken sänker räntan under den neutrala nivån för att stimulera ekonomin och få upp inflationstrycket. Låt oss anta att det räcker att gå ner till 1,75 procent, vilket är ungefär i linje med nuvarande marknadsprissättning. Det betyder att rörliga räntor sjunker mer än fasta längre räntor. Och att tex en 2-årsränta sjunker mer än en 10-årsränta som inte rör sig speciellt mycket alls. I detta scenario är det relativt små skillnader mellan att välja fast eller rörlig ränta.

Scenario 3: Högre neutral ränta

På kortare sikt är det inte speciellt troligt att Riksbanken kommer höja räntan eller avstå från räntesänkningar. Men om den neutrala räntan ligger högre, låt oss säga på 2,75 procent, är en styrränta på 2,25 procent expansiv med starkare konjunktur

och högre inflationstryck som följd. I detta scenario sjunker den rörliga räntan som i vår prognos, men istället för att ligga kvar runt 2,25 procent behöver den höjas mot 2,75 procent, säg under 2026. Fasta längre räntor anpassas uppåt succesivt. Hur snabbt beror på hur förväntningar påverkas. I slutet av 2026 skulle 10-årsräntan under dessa antaganden ligger på ca 3,40. I detta fall är det klart förmånligt att välja en fast ränta nu, gärna på längre horisont.

Marknadsräntor (swap) i olika scenarier

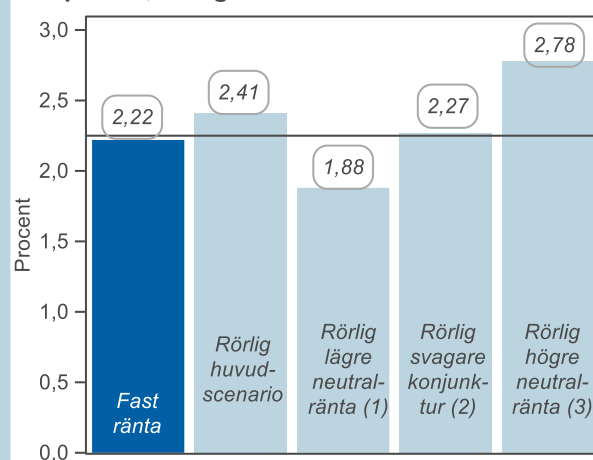
	2 år	5 år	10 år
Fast ränta	2,13	2,22	2,39
Rörlig ränta huvudscenariot	2,36	2,41	2,54
Rörlig ränta scenario 1	1,90	1,88	1,94
Rörlig ränta scenario 2	2,05	2,27	2,47
Rörlig ränta scenario 3	2,43	2,78	3,07

Anm.: Fast ränta är aktuell marknadsränta (Swap). Rörlig ränta för respektive period baseras på Handelsbankens huvudscenariot, resp. alternativscenarier för styrräntan. Grönt/rött markerar att en rörlig ränta blir lägre/högre än fast för respektive horisont.

Exemplet rörligt eller bundet under 5 år

Om den intressanta horisonten är fem år kan man nu få en fast ränta på 2,25 procent (2024-11-11). Med vårt huvudscenariot för styrränta och konjunktur skulle en rörlig ränta uppgå till 2,37 procent i genomsnitt under perioden (med ränta på ränta effekt). Skulle däremot den neutrala räntan ligga lägre (scenario 1) innebär en rörlig ränta en lägre kostnad, 1,88 procent istället för 2,25 procent osv.

Swapränta, rörligt vs fast 5 år

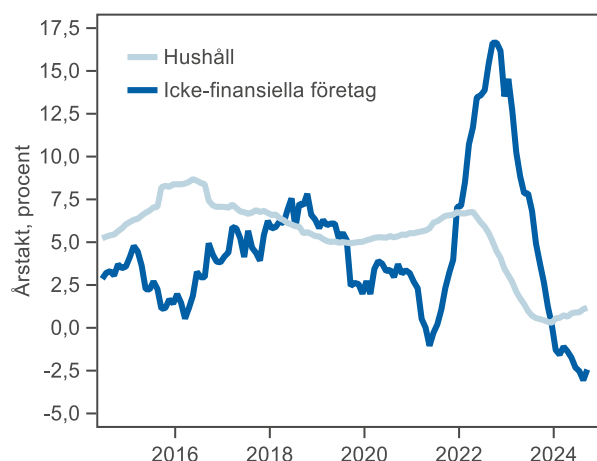


Källor: Macrobond och Handelsbanken

Utlåning till företag minskar fortfarande

Fastighetsbolagen växlade snabbt över till bankfinansiering 2022 när den stora ränteuppgången tog fart och kreditspreadarna på obligationsmarknaden sköt i höjden. Sektorn fortsatte att växa på lånemarknaden ungefär till årsskiftet 2023/24, men under 2024 har pendeln svängt tillbaka till fördel för obligationsfinansiering och banklånevolymer har slutat växa.

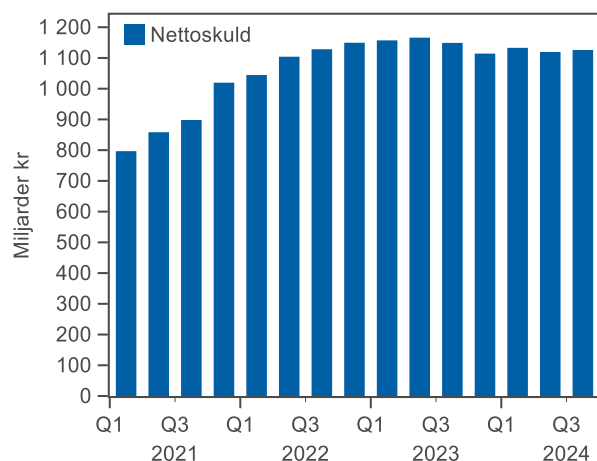
Bankernas utlåningstillväxt



Källor: Macrobond och SCB

Däremot har fastighetssektorns skulder slutat minska 2024, vilket i första hand beror på att bolagen har slutat nettosälja tillgångar. I grundläget fortsätter sektorn att ha negativa kassaflöden efter räntor, utdelningar och investeringar, vilket betyder att skulderna normalt sett ökar utan nettoförsäljningar.

Nettoskulderna har slutat minska



Källor: Sedis och Handelsbanken

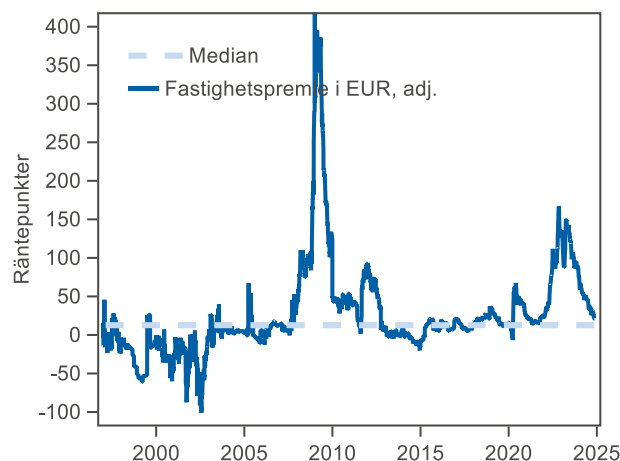
Investeringsstakten har dock minskat kraftigt det senaste året, framförallt kopplat till minskade investeringar inom kontorssektorn medan investeringsstakten för industri och logistik gått upp. Med tanke på den tröga hyresmarknaden och att bolagen även i goda tider ogärna startar projekt utan

en stor del förtecknade kontrakt så kommer det troligen att dröja innan projektvolymer tar fart.

Kapitalmarknaden åter 1:a alternativ

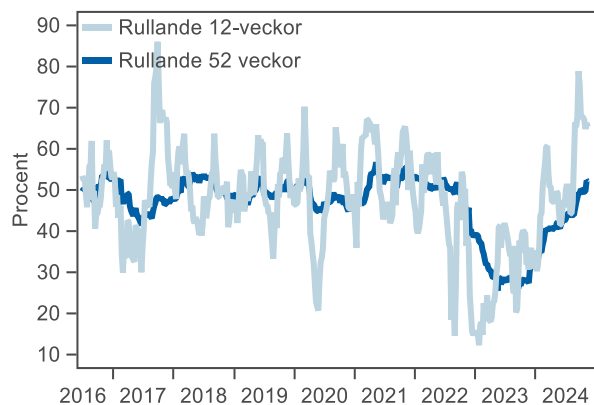
Under 2024 har fastighetsbolagen gjort storstilad comeback på den svenska företagsobligationsmarknaden. En kombination av förbättrade fundamentala utsikter för sektorn, inflöden i företagsobligationsfonder och kreditspreadar som fortsatt att vara högre än för andra sektorer har drivit efterfrågan på fastighetsobligationer. Gruppen av bolag som har kostnadseffektiv tillgång till marknadsfinansiering (dvs billigare än banklån) har vuxit. Plötsligt påminner fastighetsbolagens dominans på den svenska obligationsmarknaden om 2021, dvs innan den stora ränteuppgången. Den extra kreditspread som fastighetsbolag betalar för sin obligationsfinansiering jämfört med andra företag har minskat under 2024 och är nu nästan tillbaka till historiskt normala nivåer. Nu representerar fastighetsbolagen återigen klart över 50 procent av nyemitterad volym av företagsobligationer på den svenska marknaden.

Fastighetspremie i euro, justerat för rating



Källa: Handelsbanken

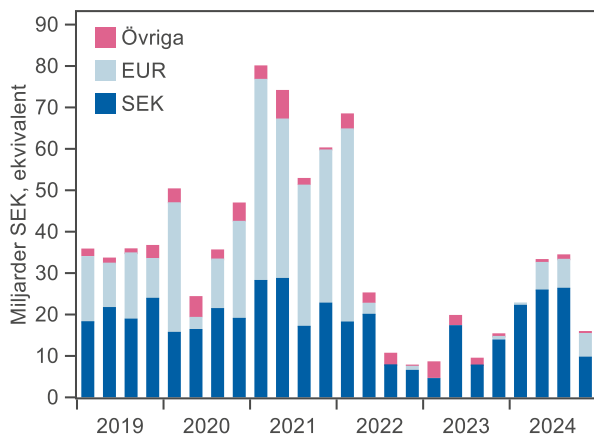
Andel fastighetsbolag på svenska företagsobligationsmarknaden



Anm.: Emissionsvolymerna svenska bolag
Källor: Macrobond, Bloomberg och Handelsbanken

De svenska fastighetsbolagen har även börjat emittera på euromarknaden igen. Vi tror att den trenden kommer att fortsätta, av flera skäl. För det första finns det tecken på att svenska marknaden börjar bli mättad på fastighetsbolag. För det andra tror vi att intresset från bolagens sida att nå längre löptider, vilka främst finns i euromarknaden, ökar när kreditspreadar har krympt och prissättningen nu åter är jämförbar mellan kronor och euro.

Emissionsvolymerna, svenska fastighetsbolag



Anm.: Data per 1 november 2024
Källor: Bloomberg och Handelsbanken

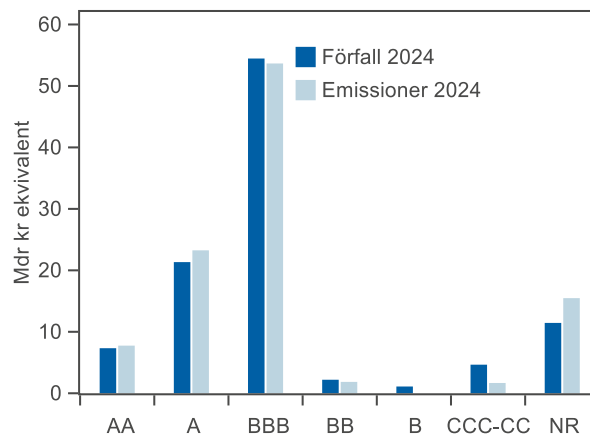
Från mitten av 2022 fram till våren 2024 var kreditspreadar i euro betydligt högre än motsvarande i svenska kronor (justerat för valutaswappar) men den skillnaden har minskat och i stort sett försvunnit.

Emissionsvolymerna större än förfall

Vår prognos från i mars att sektorn under 2024 skulle emittera motsvarande 65 mdr kr jämfört med 103 mdr i förfall under året visade sig vara för låg. I början av november hade sektorn redan nått 107 mdr, dvs en total emitterad volym strax över årets förfall. Men till skillnad mot åren innan inflationschocken och låga

räntor så ser vi ännu inga tecken på att den goda tillgången på finansiering i sig kommer att driva konsolidering. Däremot innebär den goda tillgången på lånat kapital att fokus på kassaflöden minskar och bolagen kan fortsätta finansiera negativa kassaflöden.

Förfall och emissionsvolymerna 2024

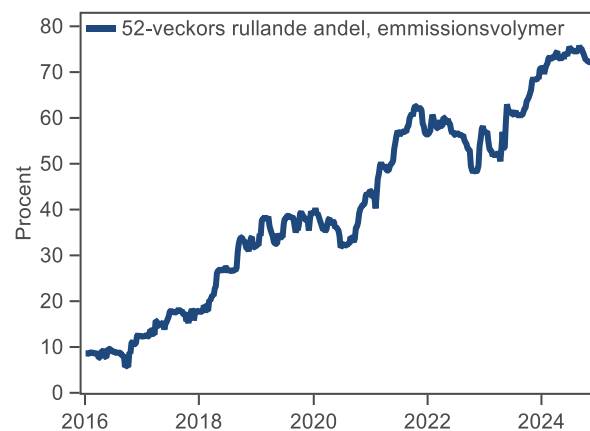


Anm.: Nuvarande kreditbetyg. Data per 1 november 2024.
Källor: Bloomberg och Handelsbanken

Gröna obligationer numera standard

Den svenska obligationsmarknaden har länge uppvisat en stor efterfrågan på gröna obligationer. Detta passar fastighetsbolagen väl eftersom de har relativt gott om lämpliga tillgångar. Samtidigt innebär det stora utbudet av fastighetsobligationer att investerarna kan ställa krav på vilken typ av instrument man vill se. I praktiken har därför gröna obligationer blivit närapå standard på den svenska marknaden för fastighetsobligationer. Numera är över 70 procent av fastighetsobligationerna på den svenska marknaden gröna.

Andelen gröna obligationer från fastighetsbolag på företagsobligationsmarknaden



Källor: Bloomberg och Handelsbanken

Bostadsmarknaden

Aktivitet pågår, men hur ser normalisering ut?

Bostadsmarknaden tuffar på och bostadspriserna ökar gradvis. Förvisso tar det lite längre tid än tidigare att sälja sin bostad, men försäljningsaktiviteten är trots det nära normal och optimismen hos hushållen lättar nu i takt med stigande inkomster, lägre boräntekostnader och skattesänkningar. En ny statlig utredning vill även se lättnader i amorteringskraven. Den stora frågan är hur en normalisering av bostadsmarknaden ser ut, när räntorna stabiliseras kring en högre nivå. Vår prognos utgår från att hushållens skuldsättning förblir kring dagens nivåer och att bostadspriserna ökar i takt med inkomsterna. Det kan också innebära att försäljningstiden för en bostad kan förbli högre än tidigare.

Utvalda slutsatser

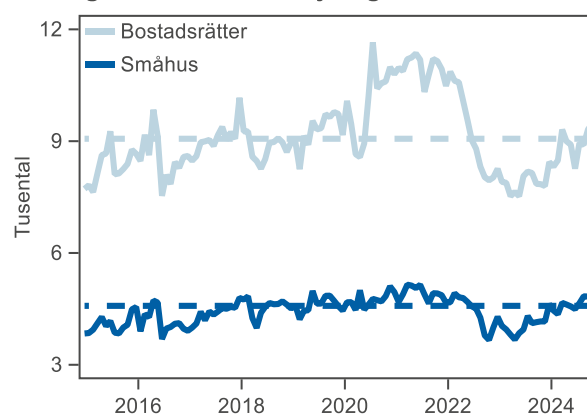
- Rörliga boräntor sjunker nu i snabb takt, ner mot ca 3,1 procent i början av 2025. Bolån på längre löptider är i dagsläget lägre och har sett förhållandevis förmånliga ut, men marknadsräntorna kan svänga fort.
- Vi räknar med att den stigande trenden i bostadspriserna fortsätter och att priserna ökar ca 4 procent per år 2025-2026. Eventuella förändringar i amorteringskrav och bolånetak kan, om de lättas, bidra till högre bostadspriser och högre skuldsättning.
- Priserna på nyproducerade lägenheter ligger högt i pris relativt befintliga lägenheter, vilket talar för att de kommer ha en mer sidledes utveckling kommande året och att det blir fortsatt svårt för byggbolagen att få ihop byggkalkylerna.

Försäljningsaktiviteten är igång

Försäljningsaktiviteten har ökat stadigt sedan våren 2023 och är nu nära 2021 års toppnivåer för småhus och tillbaka till förpandemiska (2019 års) nivåer för bostadsrätter. Det är därmed, trots ungefär dubbelt så långa försäljningstider som tidigare och förhållandevis många objekt till salu, inte stiltje på bostadsmarknaden. Det som dock är tydligt är att budgivningarna är svalare och att en större andel än normalt, var femte objekt, sålts under utgångspris. Det är dock stor skillnad mellan försäljningstider för olika objekt, där medianförsäljningstiden är betydligt lägre än den genomsnittliga försäljningstiden (för lägenheter ca 40 jämfört med ca 100 dagar). Det finns därmed objekt som är betydligt mer svårsålda än andra.

Stor skillnad mellan försäljningstider för bostäder i dagens bostadsmarknad med många objekt till salu

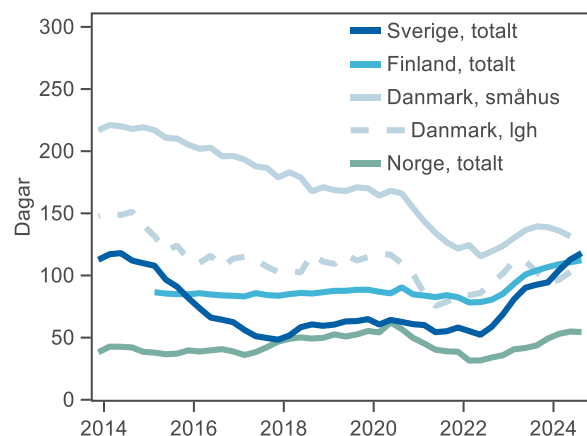
Antal genomförda försäljningar har ökat stadigt



Anm.: Transaktioner per månad. Streckad linje avser seriens medelvärde 2018-19.

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Vad är den nya normala försäljningstiden?



Anm.: Genomsnittlig försäljningstid enligt nationella källor.

Källor: Macrobond, Booli pro och Handelsbanken

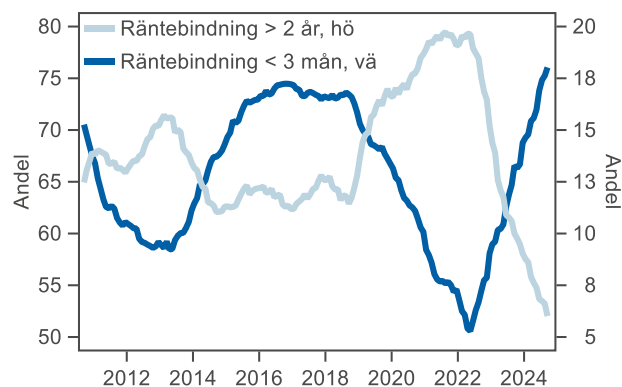
Det går förvisso trögare att sälja en bostad än under det senaste decenniet men det är svårbedömt hur en normalisering av bostadsmarknaden ser ut i en värld med högre räntor. Hur lång tid bör det ta att sälja en bostad? En liten utblick till andra länder gör inte svaret enklare, då det kan variera mycket mellan länder (och det är svårt att hitta jämförbar data). Men vår tes är att vi vid sidan av den konjunkturella återhämtningen bör räkna med att högre

lånekostnader kommer med lugnare tempo och högre utbud av objekt till salu på bostadsmarknaden.

Bundna boräntor lägre än rörliga

Utsikterna på bostadsmarknaden förbättras av hushållens stigande inkomster efter inflation och skatt tillsammans med sjunkande räntekostnader. Eftersom 75 procent av bolånen har en utestående löptid på max 3-månader (så kallad rörlig) ränta får Riksbankens räntesänkningar snabb effekt på hushållens räntekostnader.

Rörlig ränta fortfarande populär



Anm.: Hushållens bolån, MFI, Återstående räntefixering, 3 mån resp över 2 år, som andel av total.

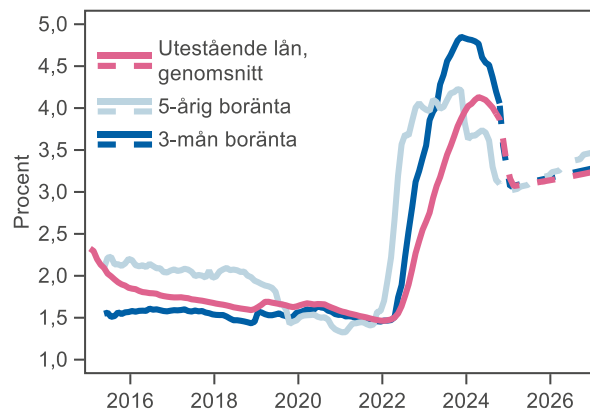
Källor: Macrobond, Statistics Sweden (SCB) och Handelsbanken

Bankernas genomsnittliga rörliga bolåneräntor har på ett ungefär sjunkit i paritet med styrräntan, efter att bolånemarginalen krympt under 2022 då styrräntan steg. För ovanlighetens skull ligger bolåneräntor på längre löptider lägre än de rörliga i dagsläget, då kommande sänkningar redan är inbakade i förväntningarna, läs mer i artikeln "Räntemarknad och Marknadsfinansiering". Detta har medfört att längre löptider, inte minst på 1-2 år, sett förhållandevis förmånliga ut på sistone men rörligt har fortfarande varit huvudspåret för de flesta.

Vi räknar med att de rörliga bolåneräntorna stabiliseras strax över 3 procent 2025-2026, mot bakgrund av en prognos om normalisering av konjunkturen och ett antagande om att Riksbankens styrränta stabiliseras kring 2,25 procent. Ett ytterligare antagande är att bankernas genomsnittliga bolånemarginal stiger något från dagens nivåer mot en nivå i paritet med historiskt genomsnitt, på drygt 1 procent. Vår prognos implicerar att hushållens genomsnittliga räntor, som till största del har korta löptider, toppade andra kvartalet 2024 och bottnar sommaren 2025. Om konjunkturen skulle utvecklas svagare än vår prognos, eller om vår bedömning av neutrala räntan är för hög eller låg kan utvecklingen bli en annan,

något vi resonerar kring med hjälp av i alternativscenarier i artikeln om Räntemarknaden.

Bolåneräntorna stabiliseras under nästa år



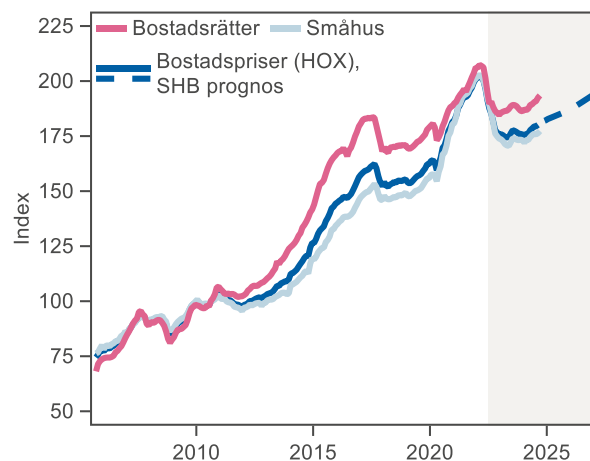
Anm.: Här antas att skillnaden mellan marknadsräntor och boräntor går mot ett genomsnitt för de tre senaste åren.

Källor: Macrobond och Handelsbanken

Bostadspriser stiger och trösklar består

Sammantaget har bostadsmarknaden utvecklats nära i linje med våra förväntningar under året. Bostadspriserna har stigit med ca 2 procent sedan årsskiftet och vi räknar med att trenden (dvs. utvecklingen rensat för normal säsongsvariation) med stigande priser fortsätter. Åren 2025 och 2026 ser vi framför oss att bostadspriserna ökar med ca 4 procent, på ett ungefär i linje med tillväxten i hushållens inkomster.

Bostadspriserna fortsätter sin klättring



Källor: Macrobond, Valueguard och Handelsbanken

Denna prognos omgärdas av osäkerhet åt båda håll. På den negativa sidan i form av en svagare konjunktur med stigande finansiell osäkerhet. Och på uppsidan, i form av risken att hushållens efterfrågan på krediter och bostäder tar fart snabbare än väntat. En snabb prisuppgång kommer med risker för samhällsekonomin, då det för med sig ökad sårbarhet inför kommande ekonomiska kriser och höjer trösklarna in på bostadsmarknaden.

Höga trösklar, även med avreglering

Det finns flera tecken på ökade klyftor på bostadsmarknaden, både utifrån inkomst, ålder och sociokulturell bakgrund. Det går i linje med den generellt ökade inkomstjämligheten i Sverige, som till stor del drivs av kapitalinkomster. En ytterligare anledning kan vara de krav som ställs på såväl inkomst som kontantinsats vid köp av bostad. Nyligen presenterades en statlig utredning som föreslår kraftiga lättnader i dessa krav. Dessa förslag skulle underlätta för vissa att kunna låna mer, men också driva upp bopriserna ytterligare. Mycket talar därmed för att trösklarna in på bostadsmarknaden förblir höga. Medan stillastående bostadspriser kan gynna förstagångsköpare, kan det försvåra för de som redan äger. Det finns skäl till en översyn av regelverket men vi flaggar för risk för snabb uppgång i priser och skulder om samtliga delar av utredningsförslaget genomförs.

Utvalda slutsatser

- De tio senaste åren har priset på ettor stannat av i Stockholm och Göteborg, vilket är bra för förstagångsköpare som klarar kraven.
- En statlig utredning föreslår höjt bolånetak och sänkta amorteringskrav, vilket kan leda till att fler kan köpa bostad men också att skuldsättning och bostadspriser ökar.

Flera tecken på höga trösklar och ökade klyftor

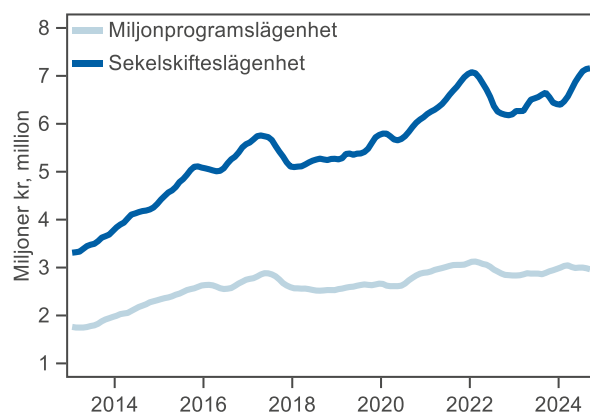
Den svenska bostadsmarknaden brottas, liksom i andra länder, med svårigheter för många personer att kunna få tillgång till ett förstahandskontrakt på en hyresrätt eller ha tillräcklig köpkraft för att köpa en bostad i önskad storlek och läge. Bostadsmarknaden är dessutom olika tillgänglig för olika generationer, inkomstgrupper och beroende på sociokulturell bakgrund. Vi finner i data exempel på att bostadspriserna inte bara skiljer sig mellan olika regioner utan också utvecklas olika beroende på storlek och kvalitet. Exempelvis har priserna på stora lägenheter utvecklats starkare än små de senaste fem åren, något som kan spegla brist men också ökad inkomstjämlighet mellan generationer. Ett annat exempel på prisskillnader som vi finner i data är utifrån hur gamla byggnaderna är. Där en bostadsrätt med byggår före 1934 inte bara är dyrare, vilket kan vara på grund av både läge, preferens och föreningens skuld, utan ökar också snabbare i pris än en lägenhet från till exempel miljonprogramsåren 1965-1974.

40% av 40-49-åringar med utländsk bakgrund bor i hyresrätt

Ett ytterligare tecken på att boendesegregationen har ökat ser vi när vi studerar hushållens

boendeform. De senaste tio åren har exempelvis andelen småhusägare i åldersgruppen 40-49-år, som normalt sett har särskilt stort behov av större boende, minskat från 58 till 51 procent. Det är också dubbelt så vanligt att svenskfödda jämfört med utrikesfödda bor i småhus. Om vi tittar på ägt boende relativt hyreslägenhet bor hela 40 procent av 40-49-åringar med utländsk bakgrund i en hyreslägenhet, jämfört med 16 procent av svenskfödda. En grundbult i bostadspolitiken bör enligt oss vara att utforma en långsiktig strategi för att bidra till stabila förutsättningar för bostadsbyggandet och öka resurser och samverkan för att mildra boendesegregationen.

Klyftorna på bostadsmarknaden ökar



Anm.: Medelslutpris lägenheter i Sthlms län byggda före 1930 resp under 1965-1974.

Källor: Macrobond, Booli pro och Handelsbanken

Trösklar av flera slag

En fråga i stort fokus i debatten är svårigheten för förstagångsköpare, givet de höga bostadspriserna på många håll. Gotland sticker ut med lägst medianinkomst i landet⁵ och relativt höga bostadspriser. Men problemet är mest utpräglat i Stockholms län, där låneutrymmet för en ung person med regionens medianinkomst bland 18-29-åringar endast räcker till drygt 60 procent av snittpriset för

⁵ Det kan dock vara så att inkomsten för unga skiljer sig mindre än för totalen, på grund av ålderssammansättning och löneutveckling i olika branscher.

en liten lägenhet. Samtidigt skiljer sig snittpriserna på små lägenheter mycket mellan länets olika kommuner, allt mellan ca 1 miljon kr i Södertälje och Norrtälje till ca 3,1 miljon kr i Stockholms kommun.

Faktum är dock att vi bör tala om trösklar även inne på bostadsmarknaden. Om exempelvis två personer med medianinkomst vill köpa en villa till snittpris 6,9 miljoner kr i Stockholm krävs det cirka 30 procent i insats, alltså dubbelt så mycket som bolånetaket som är på 15 procent. Och även vid antagandet att hushållets inkomster är så pass höga att de kan låna till 85 procent av fastighetens värde kan det vara svårt att få ihop till kontantinsatsen. Hushållens möjlighet att gå från litet till stort boende är utöver hushållets inkomst och regelbundna sparande, beroende av prisökningstakten på befintlig bostad. De senaste årens svaga prisutveckling på små lägenheter i storstäderna har därmed i det perspektivet försvårat för växande hushåll.

Exempel: Ett hushåll har en lägenhet värd 4 miljoner kr och vill köpa en villa om 5 år, som idag har ett snittpris på 7 miljoner kr. Den större kontantinsatsen till villan förutsätter en prisökning på minst 3 procent per år, om man bortser från eventuell amortering eller övrigt sparande. Med oförändrade priser saknas 450 000 kr för att hushållet ska kunna få ihop till kontantinsatsen för villan, vilket motsvarar ett sparande på 90 000 kr per år eller en amorteringstakt på 2,6 procent på befintligt bolån. Med snabb prisutveckling blir det förstås enklare att klara bolånetaket och värdet av amortering i det perspektivet mindre, men lånebördan blir samtidigt högre.

Tabell. Hushåll som flyttar till större

Räkneexempel	Prisökningstakt i fem år		
	0%	3%	6%
Bostad 1, Pris om 5 år	4 000	4 637	5 353
Bostad 1, Insats + vinst	600	1 237	1 953
Bostad 2, Pris om 5 år	7 000	8 115	9 368
Bostad 2, Insats 15%	1 050	1 217	1 405
Över/underskott Insats	-450	20	548

Källa: Handelsbanken

Resonemanget landar i den enkla slutsatsen att en dämpad utveckling av bostadspriserna är centralt för att sänka trösklar in på bostadsmarknaden. Men om det åstadkommes med hjälp av hårda krav på inkomst och kapital stänger det ändå många ute, så att slutsatsen inte är lika rättfram. Och för unga

⁶ När det gäller skuldkvotstaket är det satt så att det inte ska vara begränsande för de allra flesta bostadsköpare och med flexibilitetskvoten som föreslås blir taket knappt bindande i dagsläget.

bostadsägare som vill flytta till större kan oförändrade priser, åtminstone på kort sikt, ställa till problem trots att mellanskillnaden i pris mellan de två bostäderna blir större vid en prisuppgång. Det gäller även vid antagandet om att små och stora bostäder ökar lika mycket i pris. Anledningen är helt enkelt att de annars inte hinner spara ihop till den insats som krävs. Ett scenario med stillastående priser skulle sannolikt inte bara gå hand i hand med låg omsättning på bostadsmarknaden, utan potentiellt även relativt mer negativ prispress på stora boenden.

Utredning vill sänka bolånekraven

Den statliga utredningen som har haft uppdraget att analysera bolånetak och amorteringskraven har nyligen överlämnat sitt slutbetänkande. Uppdraget gick ut på att analysera hur dessa låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder motverkar makroekonomiska risker som är förknippade med hushållens skuldsättning. I uppdraget ingick även att analysera välfärdseffekter, såsom effekter på förstagångsköpare, och påverkan på bostadspriser.

Sammantaget gör kommittén bedömningen att effekterna på hushållens motståndskraft är svårbedömd, då dessa åtgärder förvisso har bidragit till att dämpa hushållens skulder, men då de å andra sidan kan ha bidragit till att minska hushållens buffertsparande. Mot denna bakgrund föreslår utredningen flera lättnader, dels i form av ett höjt bolånetak, från 85 till 90 procent, dels att det skärpta amorteringskravet slopas och istället ersätts av ett skuldkvotstak på 5,5 gånger bruttoinkomsten, med visst utrymme för bankerna till flexibilitet.⁶ I ett andra steg förespråkar de även en revidering av det första amorteringskravet, där dagens trappa ersätts av ett generellt amorteringskrav på 1 procent av bolånet för hushåll med belåningsgrad över 50 procent.⁷ Sammantaget gör utredningen bedömningen att förslagen skulle leda till att bostadspriserna ökade snabbare och blev ca 5-10 procent högre än annars.

Regeringen kommer återkomma under våren med hur man vill gå vidare med detta. Finansmarknadsministern har dock flaggat för att man är benägen att se över regleringarna kopplat till hushållens skulder, samt huruvida ansvaret för dessa ska ligga på Finansinspektionen eller regleras i statlig lagstiftning. Finansinspektionen å sin sida har pekat på vikten av regleringar för att dämpa uppgången i hushållens skuldsättning. Vi ser det som troligt att regeringen under våren kommer att

⁷ Den genomsnittliga årliga amorteringstakten för alla nya bolånetagare 2023 var 1,8 procent, enligt Finansinspektionen. Av de nya bolånetagare som amorterade var den genomsnittliga amorteringen 2,2 procent, eller 4 200 kronor per månad.

avisera förslag till förändringar av regelverket kring hushållens skulder och att det tidigast kan komma att träda i kraft kring halvårsskiftet nästa år.

Avregleringar leder till högre bopriser

Vår bedömning är att höjt bolånetak skulle sänka trösklarna in på bostadsmarknaden i perspektivet att det går snabbare att spara ihop till kontantinsatsen. Det gäller även om bostadspriserna till följd av regeländringarna skulle öka 10 procent mer än i vårt huvudscenario. Tiden det tar att spara ihop till kontantinsatsen har förvisso inte stigit de senaste åren⁸ men utgör ändå ett hinder för många, framför allt för förstagångsköpare men även för bostadsägare som vill köpa större boende om inte bostadspriserna på befintligt boende ökat. Som vi tidigare har visat⁹ skulle dock ett höjt bolånetak, som enskild åtgärd, inte sänka trösklarna för de flesta förstagångsköpare i Stockholm eftersom bostadsprisnivån är hög och personer med medianinkomst inte tillåts låna mer utifrån bankernas KALP-kalkyler. Detsamma gäller det skärpta amorteringskravet, som idag endast berör cirka 10 procent av bolånetagarna. Om man samtidigt lättar på det första amorteringskravet frigörs dock utrymme i kalkylen.

Vi kan exemplifiera detta med hjälp av ett typhushåll med 2 vuxna som har medianinkomster 2024 och 2 barn. I detta exempel antar vi för enkelhetens skull att överskottet i bankernas KALP-kalkyler precis går ihop, och bortser från att det i normalfallet ofta är positivt. Exemplet illustrerar att detta hushåll, med krav om 2 procent amortering för belåningsgrader över 70 procent, inte når upp till skuldkvotsgränsen på 4,5 gånger bruttoinkomst. Om det första amorteringskravet skulle sänkas till 1 procent skulle familjen dock kunna låna ca 600 000 kr mer enligt bolånekalkylen, och skuldkvoten stiga till 4,5. Liknande analys kan göras för unga förstagångsköpare, där majoriteten inte har tillräckligt hög inkomst för att kunna låna till mer än 4,5 gånger inkomsten och därmed inte kan låna mer om det skärpta amorteringskravet slopas.

⁸ Med ett månadssparande på 3000 kr (utan avkastning) skulle det ta ca 11 år att spara ihop till en kontantinsats till en mindre

Tabell. Räkneexempel - Typhushåll

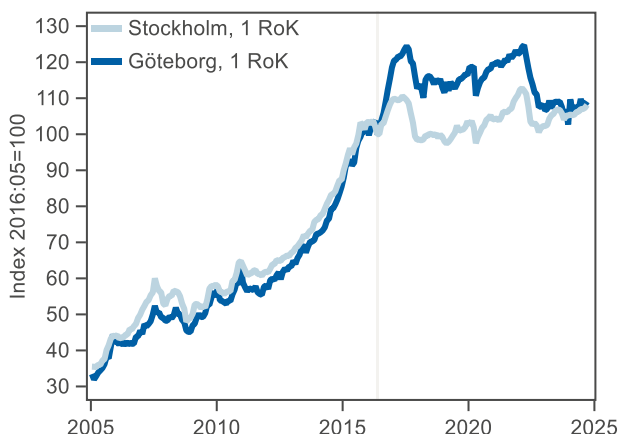
2 vuxna + 2 barn, medianinkomster 2024

	2% amortering	1% amortering
Inkomst, brutto	73 900 kr	73 900 kr
Hushållets utgifter	37 185 kr	37 185 kr
Lånebelopp	3 400 000 kr	4 000 000 kr
Amortering	5 667 kr	3 333 kr
Kalkylräntekostnad	13 883 kr	16 333 kr
Skuldkvot	3,8	4,5

Källa: Handelsbanken

Sammantaget talar mindre strikta regleringar för ökad efterfrågan på bostadsköp. Samtidigt är det för förstagångsköpare centralt att bostadspriserna inte ökar snabbt i förhållande till inkomster. Bostadspriser och skuldsättning är tätt sammankopplade och de makrotillsynsåtgärder som införts under 2010, 2016 och 2018 har syftat just till att dämpa uppgången i skuldsättning, inte minst bland unga hushåll. Det ser onekligen ut att ha haft effekt. Sedan 2016, det år då första amorteringskravet infördes, har snittpriset på en etta i Stockholm och Göteborg förblivit nära oförändrad.

Stigande priser om amorteringskrav lättas?



Anm.: Grå linje visar när första amorteringskravet infördes.
Källor: Macrobond, Valueguard och Handelsbanken

Att räntorna stabiliseras kring högre nivåer än under det senaste decenniet kan innebära att behoven av prisdämpande åtgärder minskat. Men med stora lättnader i kraven riskerar priserna att öka snabbt, inte minst på små lägenheter i storstäder. Högre skuldsättning och bostadspriser kan både leda till makroekonomiska risker och oro från utländska investerare för den svenska marknaden, men också till högre trösklar för framtida generationer.

lägenhet i Sthlm. Tiden det tar att spara har dock inte ökat sedan 2014, se s. 14 i Fastighetsrapporten från nov 2023 [här](#).

⁹ Se sida 11 i Fastighetsrapporten från mars 2024, [här](#).

Både brist och överskott på bostäder

Bostadsbyggandet har slutat att falla, men vi ser inte framför oss någon större uppgång i byggandet de kommande åren. Höga byggkostnader och lägre befolkningstillväxt håller tillbaka efterfrågan på nyproducerade bostäder. Utanför storstadsregionerna kan nybyggnationen behöva minska ytterligare framöver för att hålla jämna steg med befolkningstillväxten. I storstadsregionerna, där både befolkningstillväxten och bostadsbristen är högre, kan istället nybyggnationen behöva växla upp från dagens nivåer. För samhällsfastigheter ritas kartan om med anledning av de nya befolkningsframskrivningarna från SCB, då färre barn leder till att behovet av förskolor och skolor minskar kraftigt.

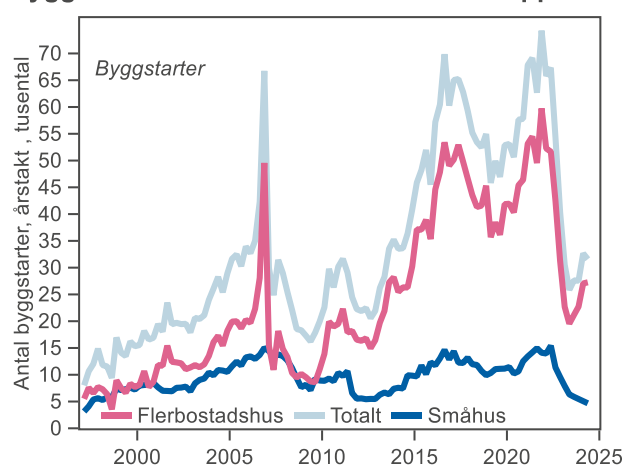
Utvalda slutsatser

- Vi bedömer att behovet av nya bostäder uppgår till cirka 35 000 per år de kommande tio åren i riket som helhet, vilket är i linje med dagens byggtakt.
- Behovet av nya bostäder är störst i storstadsregionerna.
- Krympande befolkning i stora delar av landet gör att allt fler kommuner utanför storstadsregionerna kommer få problem med överskott av bostäder.
- Många kommuner riskerar att få överskott på lokaler för förskola och skola, men brist på fastigheter för äldreboende och omsorg.

Bostadsbyggandet har passerat botten...

Bygglovsstatistiken tyder på byggstarterna har passerat botten och byggföretagen förväntar sig en högre byggtakt på ett års sikt. Uppgången drivs av att byggandet av hyresrätter har vänt upp medan byggstarterna av bostadsrätter och småhus har fortsatt att minska. Men givet att byggkostnaderna är 35 procent högre än innan pandemin och markpriserna är kvar på höga nivåer samtidigt som hushållens betalningsförmåga är begränsad kommer det vara svårt för byggbolagen att producera bostäder i en prisklass som hushållen efterfrågar. Till detta kommer att de senaste årens höga bostadsbyggande har minskat bostadsbristen i många delar av landet, vilket ytterligare dämpar efterfrågan på nyproduktion. Lägre befolkningstillväxt håller också tillbaka behovet av nya bostäder de kommande åren. Sammantaget räknar vi med att antalet bostadsbyggstarters förblir kring dagens nivåer det närmaste året. I takt med att hushållens köpkraft stärks och ränteläget normaliseras stiger bostadsbyggandet något, enligt vår prognos, till omkring 35 000 påbörjade bostäder framåt 2026.

Byggandet av flerbostadshus har vänt upp



Källor: Macrobond och SCB.

...men ingen större uppgång i sikt

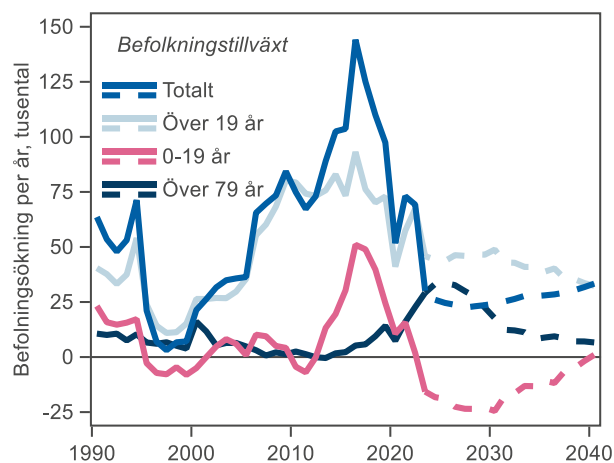
Sett över tid har demografin en central betydelse för bostadsbyggandet och behovet för olika bostadstyper. SCB:s senaste befolkningsprognos visar på en kraftigt minskad befolkningstillväxt de kommande tio åren i Sverige. Nedväxlingen drivs av ett lägre födelsetal och en minskad migration. Om tio år väntas det vara 10 procent färre barn i åldern 0-19 år. Färre antal barn dämpar efterfrågan på större lägenheter och småhus, men påverkar på kort sikt inte antalet bostäder som behövs då barn bor ihop med en eller flera vuxna.

Antalet vuxna över 19 år fortsätter att öka de kommande tio åren, men i något långsammare takt än de senaste tio åren. Om man utgår från att det bor 1,7 vuxna i genomsnitt per hushåll skulle det behövas byggas drygt 25 000 nya bostäder per år de kommande 10 åren för att hålla jämna steg med befolkningsökningen.¹⁰ Men i kommuner där befolkningen växer ökar antalet hushåll mer och därmed byggbehovet. I krympande kommuner kommer man istället stå med tomma bostäder.

¹⁰ Under de senaste åren har antalet vuxna (personer över 19 år) per hushåll varit omkring 1,7 personer.

Vidare talar befolkningssammansättningen, med betydligt fler äldre över 80 år, för att antalet enpersonshushåll ökar.

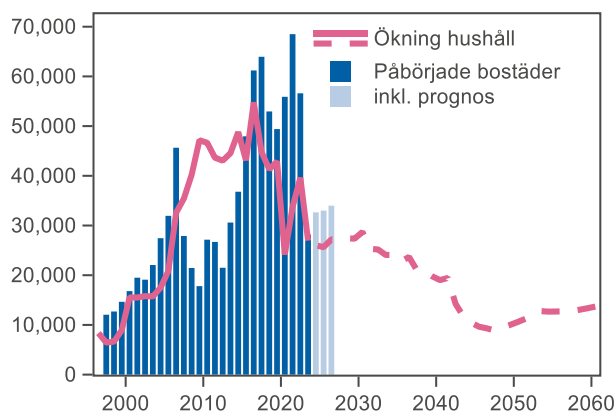
Färre barn, men antalet vuxna fortsätter att öka



Källor: Macrobond och SCB.

Väger vi samman dessa faktorer bedömer vi att behovet av nya bostäder ligger omkring 35 000 bostäder per år de kommande 10 åren för riket som helhet, vilket endast är något högre än dagens byggtakt. Det är en upprevidering jämfört med vår tidigare bedömning, då vi nu har fördjupat analysen och beaktat befolkningsutvecklingen i olika åldersgrupper samt hur urbanisering och andra faktorer bedöms påverka behovet av nya bostäder. Blickar vi ännu längre fram kommer dock behovet av nya bostäder minska ytterligare och vara i linje med vår tidigare bedömning. I takt med att det lägre barnafödandet även leder till att antalet unga vuxna blir färre kommer det minska behovet av nya bostäder och framåt 2045 behövs det endast byggas cirka 15 000 nya bostäder per år för att hålla jämna steg med befolkningstillväxten.

Minskat behov av nya bostäder



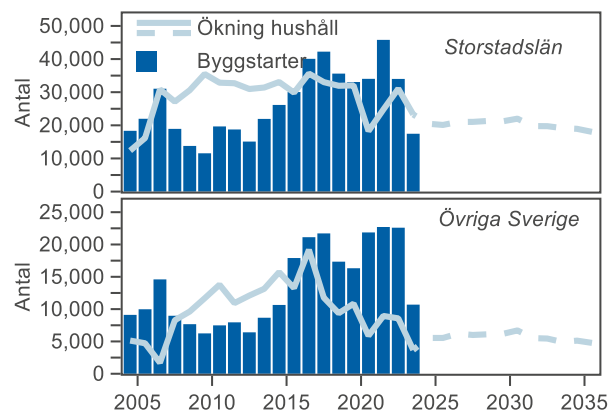
Anm.: SCB:s befolkningsprognos. Antar 1,7 vuxna (personer över 19 år) per hushåll.

Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

Behovet av nya bostäder är störst i storstadslän

Befolkningen växer långsammare framöver i samtliga regioner. Men det är stora regionala skillnader. Befolkningen växer framför allt i storstadsregionerna medan den krymper i över hälften av Sveriges kommuner de kommande 10 åren. Vi bedömer att nybyggnationen i storstadsregionerna skulle behöva växla upp från dagens nivåer för att hålla jämna steg med befolkningsökningen. I storstadsregionerna bedömer också de flesta kommunerna att det råder bostadsbrist i kommunen, vilket ytterligare ökar behovet av bostäder. Sammantaget talar det för att en klar majoritet av det totala bostadsbyggandet i Sverige skulle behöva ske i storstadsregionerna de kommande åren. Den senaste tidens försiktiga uppgång i byggstarterna drivs även av ett ökat byggande av flerbostadshus i storstadsregionerna. Byggstarterna för småhus har dock fortsatt att falla i storstadsregionerna.

Störst behov av nybyggnation i storstadslän



Anm.: Antar i genomsnitt 1,7 vuxna per hushåll. Storstadslän avser Stockholm, Uppsala, Västra Götaland och Skåne.
Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

Överskott på bostäder i allt fler kommuner

Utanför storstadsregionerna kan nybyggnationen istället behöva minska ytterligare framöver för att hålla jämna steg med befolkningstillväxten trots nedgången som redan har skett i spåren av högre räntor och byggkostnader. Behovet av nybyggnation hålls också tillbaka av att bostadsbristen har minskat betydligt under de senaste åren. När bostadsbristen var som högst 2017 bedömde nästan 90 procent av kommunerna att det var brist på bostäder, enligt Boverkets undersökning. Därefter har ett högt byggande och lägre befolkningstillväxt lett till att bostadsbristen successivt minskat och enligt årets undersökning bedömer en majoritet av kommunerna utanför storstadsregionerna att det inte längre råder brist på bostäder i kommunen. Ett 20-tal kommuner

bedömer även att de har överskott på bostäder och i takt med att befolkningen framöver krymper i stora delar av landet finns det en risk att allt fler kommuner och bostadsbolag får problem med tomma lägenheter som inte går att hyra ut.

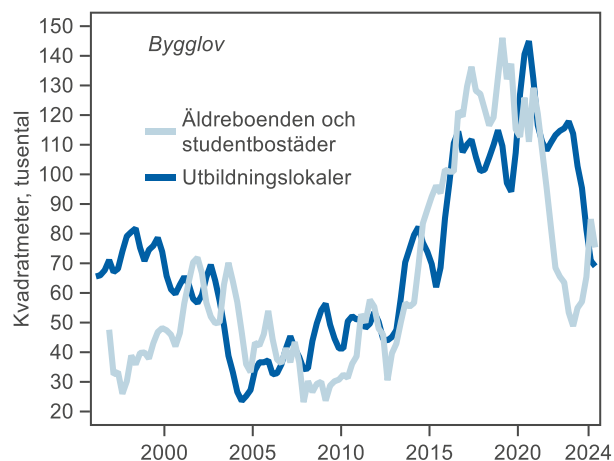
Behövs färre skolor, men fler äldreboenden

För samhällsfastigheter ritas kartan om med anledning av de nya befolkningsframskrivningarna från SCB. Färre barn leder till att behovet av fastigheter kopplat till utbildning och barnomsorg minskar. Redan om 5 år beräknas antalet förskolebarn ha minskat med 14 procent. Det är en stor skillnad mot SCB:s befolkningsframskrivningar för bara några år sedan då antalet förskolebarn bedömdes fortsätta att öka. Kommuner och företag som bygger samhällsfastigheter måste därför snabbt ställa om och planera för att kraftigt minska antalet lokaler för utbildning och barnomsorg. Byggloven för utbildningslokaler har minskat de två senaste åren, men är fortfarande på relativt höga nivåer i ett längre tidsperspektiv. Mycket talar för att byggloven fortsätter att minska framöver i takt med att kommuner och byggbolag anpassar byggplanerna efter den nya befolkningsprognosen med betydligt färre barn.

De senaste åren har även bristen på studentbostäder minskat och allt fler kommuner bedömer att det finns ett överskott på studentbostäder. Enligt kommunerna drivs den minskade bristen i stor utsträckning av att det höga byggandet av vanliga lägenheter har gjort det lättare för studenter att få tag i bostad i det ordinarie beståndet. I storstadsregionerna är det dock fortfarande underskott på studentbostäder, enligt Boverkets senaste undersökning.

De stora 40-talist kullarna leder till att antalet personer över 80 år ökar snabbt. Många av de som är över 80 år bor kvar i sina villor, men en del äldre flyttar successivt till seniorboenden eller äldreboenden. Behovet av äldreboende och andra fastigheter för omsorg ökar därför i rask takt de kommande åren. Byggloven för äldreboenden har vänt upp i år och vi räknar med en fortsatt uppgång framöver, men det är tveksamt om byggandet kommer att hålla jämna steg med efterfrågan på äldre- och seniorboenden. Ett ökat byggande av seniorboenden skulle även kunna förbättra rörligheten på bostadsmarknaden och dämpa bristen på småhus.

Färre barn minskar behovet av skolor



Källor: Macrobond, SCB och Handelsbanken.

Energiprestanda: Nya detaljer och drivkrafter

Nya regelverk kopplat till EU:s Gröna Giv närmar sig implementering och däribland nya krav gällande byggnaders energiprestanda. I oktober kom Boverket med preliminära gränsvärden för lokalbyggnaders energiprestanda, som bland annat innebär att 26 procent av alla byggnader ska energirenoveras till januari 2033. Dessa gränsvärden sätts som andel av antal byggnader, där det visat sig att lokalbyggnaderna med sämst energiprestanda ofta är mindre till ytan än resten av beståndet. Även om 26 procent av alla lokalbyggnader ska energirenoveras till 2033 så berörs endast 15 procent av beståndet i termer av yta. Exakt investeringsbehov återstår att se, men vi bedömer att det inte behöver vara allt för dramatiskt även om den årliga renoveringstakten för lokalbyggnader behöver öka. Låga elpriser har minskat de ekonomiska incitamenten att energieffektivisera, men utöver regulatoriska krav finner vi att stigande priser på fjärrvärme kan addera ytterligare en drivkraft att minska energianvändningen.

Utvalda slutsatser:

- Vi finner att en lägre andel av lokalbeståndet påverkas av energiprestandakrav i termer av yta än förväntat, då byggnaderna med sämst energiprestanda visat sig vara mindre till ytan än genomsnittet.
- Uppvärmningssystem har störst påverkan på om en byggnad klarar av gränsvärdena eller ej.
- Energirenoveringstakten behöver öka jämfört med historisk takt, men övergripande investeringsbehov för att nå krav till 2030 och 2033 verkar hanterbart.
- Vi finner att stigande priser på fjärrvärme kan vara en ytterligare drivkraft för att investera i energieffektiviseringar.

Energiprestanda fortsatt i fokus

Sedan vår senaste Fastighetsrapport i mars har vi hunnit få ett nytt EU-parlament på plats. Det är även en ny EU-kommission på ingång, under ledning av ordförande Ursula von der Leyen, som väntas tillträda i början av december 2024. Politiska och ekonomiska utmaningar till trots, verkar EU:s Gröna Giv fortsatt vara i fokus för Kommissionen. Ett viktigt område för kommande mandatperiod är implementeringen av alla de regelverk som antagits de senaste åren kopplat till den Gröna Giv, där vi nu kommer att börja se effekterna av dessa regelverk i praktiken. Det omarbetade direktivet om byggnaders energiprestanda, EPBD, är ett exempel. Regelverket har nu formellt antagits av EU:s lagstiftande instanser, där nästa steg är att respektive medlemsland i EU ska ta fram detaljer gällande nationell implementering.

Nya detaljer kring energikrav

På svensk nivå har Boverket fått i uppdrag att ta fram underlag för implementeringen av EPBD, däribland fastställandet av retroaktiva krav avseende

energiprestanda för lokalbyggnader, så kallade minimum energy performance standards eller MEPS.

Den 15 oktober 2024 lämnade Boverket in en första delredovisning av detta uppdrag. Den innehåller preliminära beräkningar gällande gränsvärden för befintliga lokalbyggnaders energiprestanda som inte får överskridas från januari 2030, respektive januari 2033 (MEPS-2030 och MEPS-2033). Dessa gränsvärden är satta så att 16 respektive 26 procent av Sveriges lokalbyggnader ska energieffektiviseras till 2030 och 2033. Mer specifikt är det lokalbyggnaderna med sämst energiprestanda som ska renoveras. Dessa gränsvärden är baserade på hur det såg ut i det nationella beståndet 2020.

Boverket har gjort en preliminär bedömning att gränsvärden bör uttryckas som primärenergital, det vill säga energianvändning justerat för uppvärmningskälla samt geografisk placering, samt att lokalbyggnader i detta sammanhang syftar på byggnader som till hälften eller övervägande del består av lokalyta.

Preliminära gränsvärden för energiprestanda

Lokalkategori	Krav 2030, primärenergital (kWh/m ² år)	Krav 2033, primärenergital (kWh/m ² år)
Kontor	214	174
Utbildning	238	188
Sjukhus	239	194
Logi & restaurang	334	271
Idrott	278	223
Handel & kultur	220	178
Lokaler med bostäder*	164	143
Annat	243	190

Anm: *Används endast för lokalbyggnader där en mindre del utgörs av bostäder, där gränsvärdet viktas.

Källor: Boverket och Handelsbanken

I linje med våra förväntningar bedömer Boverket att man bör sätta olika gränsvärden för olika kategorier av lokalbyggnader. Detta då grundförutsättningar gällande energiprestanda varierar med

byggnadstyp, där olika gränsvärden gör att kraven träffar mer jämnt över hela lokalbyggnadsbeståndet.

Mildare påverkan i termer av yta

Totalt sett är det cirka 22 700 lokalbyggnader som behöver energirenoveras till 2033, enligt Boverkets beräkningar. Vårt att notera är att gränsvärden är satta i termer av andel av antal byggnader och inte yta. Detta är en viktig detalj då det i Boverkets analys visat sig att lokalbyggnaderna med sämst energiprestanda tenderar att vara mindre i termer av yta än övriga byggnader. Detta faktum innebär att även om 16 respektive 26 procent av beståndet ska renoveras för att förbättra energiprestandan till 2030 och 2033 i termer av antal byggnader, så berör det en mindre andel i termer av kvadratmeter (m²) – cirka 8 procent till 2030 och 15 procent till 2033. Med andra ord verkar påverkan på fastighetssektorn något mildare än vad som initialt såg ut att vara fallet, där ett större antal byggnader hade behövt renoveras om gränsvärden istället sats utifrån yta.

Antalet byggnader som inte klarar de två gränsvärdena motsvarar 16 procent till 2030 och 26 till 2033 för varje kategori. Utbildning följt av kontor är de kategorier som står för flest antal byggnader som påverkas, detta är dock delvis på grund av att dessa kategorier utgör en större del av det totala lokalbyggnadsbeståndet i Sverige (cirka 45 procent). Tittar vi i termer av yta är det handel och kultur, följt av kontor som står för större delen. Den kategori som påverkas mest i relation till total yta inom kategorin är dock idrott, följt av handel och kultur.

Påverkan i termer av yta per lokalkategori

Lokalkategori	Andel av lokalkategoriens totala byggnadsyta över gränsvärdet 2030	Andel av lokalkategoriens totala byggnadsyta över gränsvärdet 2033
Kontor	7.0%	15%
Utbildning	6.9%	13%
Sjukhus	7.9%	13%
Logi & restaurang	7.3%	14%
Idrott	10.0%	17%
Handel & kultur	8.8%	16%
Annat	8.1%	15%

Källor: Boverket och Handelsbanken

Statistik på hur den årliga energirenoveringstakten för lokalbyggnader ser ut idag är något bristfällig, men enligt data som EU-kommissionen tagit fram renoveras cirka 1 procent¹¹ av alla byggnader i EU årligen kopplat till energieffektiviseringar (i termer av antal). Antar vi att den takten fortsatt under 2021-2024 i Sverige, skulle den årliga renoveringstakten

¹¹ Viktat genomsnitt för 2012-2016.

framöver behöva öka till över 2 procent om 16 procent av beståndet ska ha energirenoverats till 2030 jämfört med status för 2020.

Den exakta kostnaden för dessa energirenoveringar varierar beroende på åtgärd och byggnadens förutsättningar. De exempel vi tidigare samlat in gällande kostnaden för att förbättra en byggnads energiprestanda med cirka 30 procent (med startpunkt i de två sämsta energiklasserna) har varierat mellan alltifrån 500kr till 5000kr per m². Givet att många av byggnaderna med sämst energiprestanda var mindre än övriga byggnader, finns det också en risk att kvadratmeterpriset blir något dyrare för energieffektiviseringar än i större byggnader.

Kostnadsuppskattningar för energirenoveringar av lokalbyggnader som tidigare tagits fram av WSP (på uppdrag av Boverket) pekar på en kostnad mellan 1100 till 1300kr per m². Utgår vi från dessa estimat skulle de preliminära gränsvärdena kunna innebära en totalinvestering på mellan 33 till 39 miljarder kronor till 2033. Antar vi att dessa investeringar börjar från nästa år med en jämn investeringstakt till 2032, innebär det mellan 4,7 till 5,6 miljarder kronor årligen. En summa som motsvarar mellan 6,3 till 7,4 procent av det totala driftnettot för 36 stora fastighetsbolag i Sverige – med andra ord ingen dramatisk förändring även om investeringarna måste öka jämfört med nuläget. Vi noterar samtidigt att det kan vara stora variationer på individnivå gällande investeringsbehov, då andelen av fastighetsportföljen som inte klarar kraven varierar mellan bolag. Enligt Boverket kommer beräkningsmetoden för energiprestanda att behöva ändras, vilket innebär att primärenergitalet som finns i dagens energideklarationer inte är direkt jämförbart med de gränsvärden som presenteras i rapporten. Samtidigt finner vi att andelen lokalbyggnader med energiklass G eller F fortsatt är en rimlig tumregel för att förstå till vilken grad ens till fastigheter kan komma att påverkas.

På längre sikt kan det röra sig om större kostnader totalt då direktivet också föreskriver att gränsvärden för 2040 och 2050 ska tas fram, vilka ska vara i linje med att omvandla det befintliga beståndet till nollutsläppsbyggnader. Det är ett ambitiöst mål, vilket skulle beröra en större del av beståndet. Kostnaderna för att förbättra energiprestanda tenderar även att blir allt högre ju högre upp på skalan gällande energiklass man rör sig (generellt dyrare att gå från exempelvis ett D till ett B, än från G till E). Givet att gränsvärdena kommer att skärpas

över tid, är det sannolikt även bra att sikta på större förbättringar än vad gränsvärdet för 2033 föreskriver för att undvika att man måste renovera snart igen.

Uppvärmningskälla har störst påverkan

Typ av uppvärmningssystem verkar vara faktorn som har störst påverkan på om en byggnad klarar av gränsvärdena eller ej. De flesta byggnader som värms med el (ej värmepump) eller fossila bränslen hamnar över gränsvärdena och kommer att behöva renoveras. Detta beror i sin tur på den stora påverkan som viktningfaktorer kopplat till uppvärmningskälla har i beräkningen av primärenergitalet. Boverket skriver också att det kan antas att byggnader som inte bytt från dessa två uppvärmningssystem inte heller vidtagit andra energieffektiviserande åtgärder i samma utsträckning som övriga byggnader.

Andel byggnader med sämre energiprestanda än gränsvärdet per uppvärmningssystem (antal)

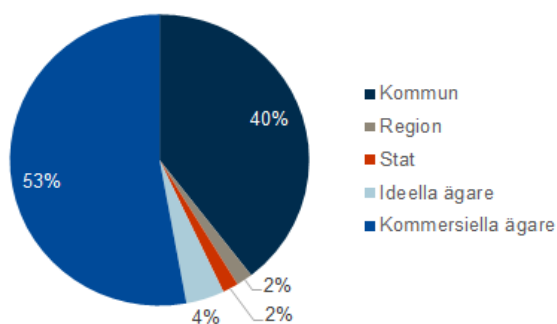
Uppvärmningssystem	Andel över gränsvärdet 2030	Andel över gränsvärdet 2033
Gas/olja	70%	84%
El	51%	69%
Värmepump	10%	21%
Biobränsle	7%	19%
Fjärrvärme	5%	12%

Källor: Boverket och Handelsbanken

Vem och vart?

Cirka 53 procent av lokalbyggnaderna som inte klarar gränsvärdena ägs kommersiellt. Detta verkar dock främst bero på att en majoritet av alla lokalbyggnader ägs kommersiellt (52 procent) snarare än att de skulle vara i sämre skick än resten av beståndet. Däremot verkar statligt ägda byggnader påverkas mer än genomsnittet, där 38 procent beståndet av statligt ägda lokalbyggnader inte klarar gränsvärdet för 2033.

Byggnader som ej klarar MEPS-2033 fördelat på ägarförhållanden

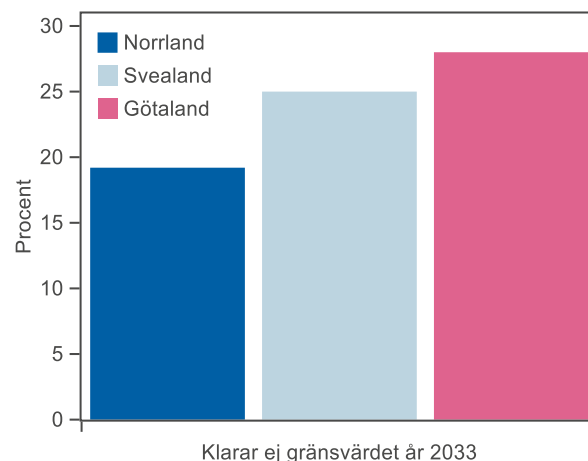


Anm.: I termer av andel av alla antal byggnader som inte klarar kraven för 2033.

Källor: Boverket och Handelsbanken

Baserat på fördelningen av byggnader kopplat till klimatzon finner vi att större delen av de som inte klarar gränsvärdena verkar finnas i Götaland. Dock verkar det framförallt vara på grund av fördelningen av lokalbyggnader i Sverige, snarare än att byggnaderna i en viss landsdel skulle vara sämre. Detta stärks även av att fördelningen är relativt jämn i termer av antal lokalbyggnader som inte klarar gränsvärdena i förhållande till totalt antal lokalbyggnader i respektive landsdel.

Andel av samtliga lokalbyggnader per landsdel



Källor: Macrobond, Boverket och Handelsbanken

Dock visar Boverkets estimat på att lokalbyggnader i pendlingskommuner nära en större stad eller nära en storstad har en större andel som inte klarar gränsvärdet för 2033 jämfört med genomsnittet (30 respektive 34 procent som inte klarar kravet jämfört med 26 procent för totala beståndet).

Undantag

Medlemsstater får undanta vissa kategorier av lokalbyggnader från energiprestandakraven, vilka enligt Boverket motsvaras i stort sett av de byggnader som redan idag är undantagna energideklarationskravet i Sverige. Några exempel är industrier samt verkstäder och jordbruksbyggnader med låg energiefterfrågan. Undantag kan även göras för exempelvis kulturarvsbyggnader.

Det går även att göra enskilda undantag från kraven vid en ogynnsam kostnad-nyttoanalys. Gör man sådana undantag måste man dock kompensera för detta i andra delar av beståndet. Boverkets preliminära bedömning är att sådana undantag kan göras, men man har ännu inte utrett hur detta ska hanteras då det inte var inom ramen för denna delredovisning. Med andra ord är undantag möjliga, men vi har inga detaljer kring i vilka fall det anses motiverat.

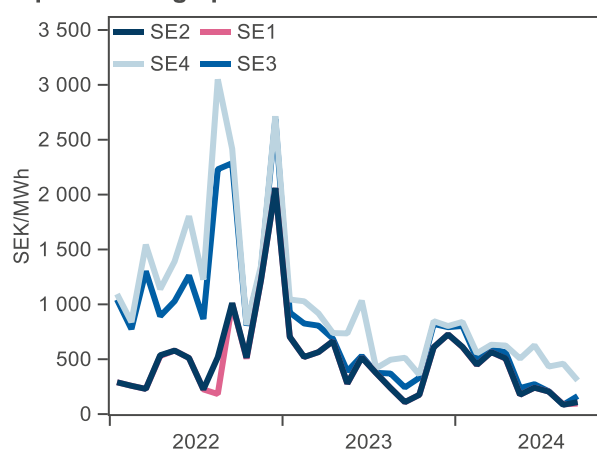
Mer klarhet kring krav under 2025

Boverkets delredovisning är inget skarpt förslag men en del av underlaget för regeringens arbete med att implementera de reviderade kraven gällande energiprestanda. Rapporten innehåller dock ingen information gällande påföljder för de som ej klarar kraven i tid eller potentiella ekonomiska incitament för att energieffektivisera, likväl som vad som kommer att gälla för bostäder. Ytterligare en delredovisning lämnas senast den 1 mars 2025, vilken bland annat ska innehålla förslag på författningsändringar och konsekvensbeskrivning. Slutredovisning av Boverkets uppdrag ska ske senast den 1 juni 2025. Steg för steg får vi därmed mer klarhet i vad kraven kan komma att innebära för fastighetssektorn i Sverige, inklusive bostäder (där vår nuvarande bedömning är att kraven inte kommer att innebära någon signifikant ökning i renoveringstakten för bostäder, se mer i Fastighetsrapporten från mars 2024).

Fjärrvärme - en drivkraft för effektivisering?

Kraven om förbättrad energiprestanda väntas kunna minska lokalbyggnadsbeståndets energianvändning med totalt 8,8 procent till 2033. Det innebär cirka 2,1 TWh per år, vilket motsvarar cirka 0,6% procent av Sveriges totala energianvändning 2022. I praktiken lär besparingen vara ännu större då många byggnader som renoveras kommer att uppnå bättre energieffektivisering än den som krävs för att precis klara de specificerade gränsvärdena. Lägre energianvändning innebär även lägre energikostnader, men de ekonomiska incitamenten har svalnat sedan 2022 givet låga elpriser.

Elpris i Sverige per elområde



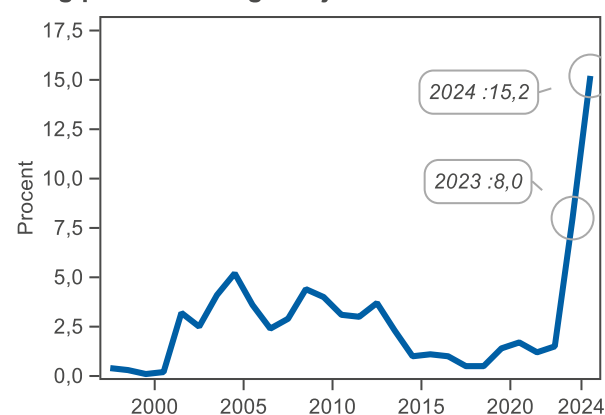
Källor: Macrobond, Nordpool och Handelsbanken

Något som inte har minskat i pris under samma period är fjärrvärmens. Jämfört med elpriset har fjärrvärmepriset historiskt varierat betydligt mindre,

¹² För fjärrvärmeleverantörer som beviljats medlemskap i Prisdialogen.

men det har varit ett trendbrott sedan 2022 med betydligt högre höjningar under 2023 och 2024 än tidigare år. Enligt statistik från Prisdialogen verkar denna trend fortsätta, där den genomsnittliga planerade prisökningen för 2025 ligger på 7,9 procent¹². Prognosen för 2026 och 2027 är en prishöjning på i genomsnitt 5,4 respektive 4,6 procent. Huruvida storleken på prishöjningarna är motiverade eller ej råder det debatt om, men en av drivkrafterna för höjningarna är, enligt Energiföretagen, ökade kostnader för biobränslen (står för cirka 66 procent av fjärrvärmeproduktionen). Något som i sin tur bland annat kan kopplas till Rysslands invasion av Ukraina som minskat tillgången på biobränsle i Europa.

Årlig prisförändring för fjärrvärme



Anm.: Medelvärde för landets kommuner.

Källor: Macrobond, Nils Holgersson Rapporten och Handelsbanken

Även prismodellen för fjärrvärme förändras. Stockholm Exergi, som förser Stockholm med fjärrvärme, planerar exempelvis att ändra på prismodellen från 2025. Ändringen innebär en större andel rörligt kostnadselement som till högre grad speglar förbrukning, inte minst vid kallare utomhustemperaturer. Något som i sin tur ökar incitamenten för byggnader med fjärrvärme att sänka sin förbrukning.

Idag står fjärrvärme för uppvärmningen av 90 procent av alla flerbostadshus i Sverige, och 78 procent av alla lokaler. Fler lokaler väntas konvertera till fjärrvärme till följd av de nya energiprestandakraven, då fjärrvärme ger en rabatt i beräkningen av primärenergitalet och är därmed ett sätt att klara energiprestandakraven. Även om majoriteten av byggnaderna med fjärrvärme klarar dessa krav redan idag, kan fortsatt stigande priser på fjärrvärme vara en ytterligare drivkraft att energieffektivisera både för lokaler och bostäder.

Sencyklisk motvind

Läget för den kommersiella fastighetsmarknaden fortsätter att vara splittrat. Det positiva är att tillgången till finansiering snabbt har blivit mycket bättre och på den svenska obligationsmarknaden dominerar fastighetsbolagen som om det vore 2021 igen. Mindre positivt är att transaktionsmarknaden fortsätter att vara trög, vilket antyder att köpare och säljare fortfarande har svårt att mötas och att osäkerheten om värderingar består. Samtidigt har värdena inte bara slutat falla utan faktiskt vänt svagt upp under tredje kvartalet, lett av bostäder och logistik. Den operationella utvecklingen är fortsatt odramatisk men vakanserna ökar sakta och bolagen vittnar nu om avvaktande uthyrning av kontor i storstäderna. Utsikterna för hyresintäkterna inför 2025 är dämpade, till skillnad från de senaste åren så får bolagen inte hjälp av höga indexuppräknningar av hyrorna.

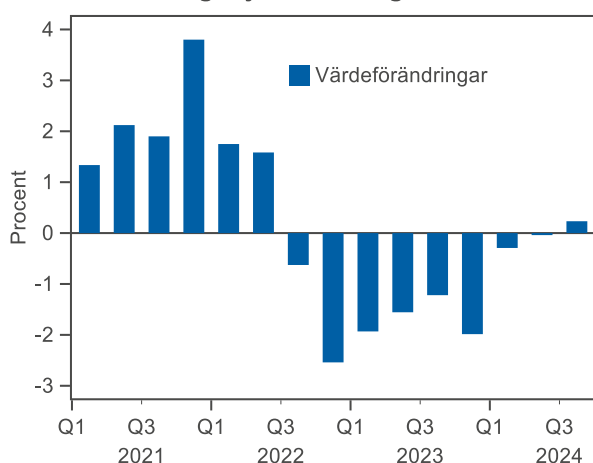
Utvalda slutsatser

- Finansieringssituationen har förbättrats dramatiskt och de flesta stora bolag har tillgång till kapitalmarknadsfinansiering till goda villkor.
- Värdenedskrivningarna har stannat av vid ca 10 procent från mitten av 2022 och för bostäder och logistik/industri ökar nu värdena. Dock pekar trögheten på transaktionsmarknaden på att köpare och säljare fortfarande inte möts och att osäkerheten om värderingar består.
- Uppgången i vakanser fortsätter, hyresmarknaden visar svaghetstecken och hyresintäkterna riskerar att stagnera 2025. Investeringstakten kommer att fortsätta vara låg kommande kvartal.

Värderingarna ökar igen

Under andra kvartalet stannade de genomsnittliga nedskrivningarna av fastighetsvärden strax över 10 procent och under det tredje kvartalet har värderingarna faktiskt vänt uppåt igen lett av bostäder och logistik. Detta trots en tunn transaktionsmarknad och att osäkerheten om värderingar hänger kvar.

Värdeförändringar jmf. med ingående värde



Källor: Sedis och Handelsbanken

Stora skillnader mellan segment

När vi delar in de cirka 40 bolagen i vår referensportfölj i olika segment baserat på huvudinriktning så blir bilden spretig. Bostäder, som sett de största värdefallen, tar nu igen lite förlorad mark i takt med att hyrorna fortsätter öka. För 2025 kommer hyrorna att öka med i genomsnitt 4,58 procent enligt Hyresgästföreningens medlemstidning. Höjningen 2024 landade på 5,0 procent enligt SCB (4,1 procent 2023), vilket förstås var långt under uppgången i kontorshyror. Men för bostäder närmar sig nu den totala hyresuppgången efter inflationschocken ändå den indexdrivna uppgången för kontor.

Värdeförändringar per sektor

	Kontor	Bostäder	Samhälls- fastigheter	Diverse	Industri/ Logistik
Värdetopp	2022 Q2	2022 Q2	2022 Q2	2022 Q2	2022 Q3
Nedgång	-11.5%	-13.3%	-7.8%	-9.8%	-3.2%
Värdebotten	2024 Q2	2023 Q4	2024 Q2	2024 Q2	2023 Q3
Uppgång efter	0.1%	1.1%	0.1%	0.0%	1.4%
Andel	32%	22%	13%	30%	4%

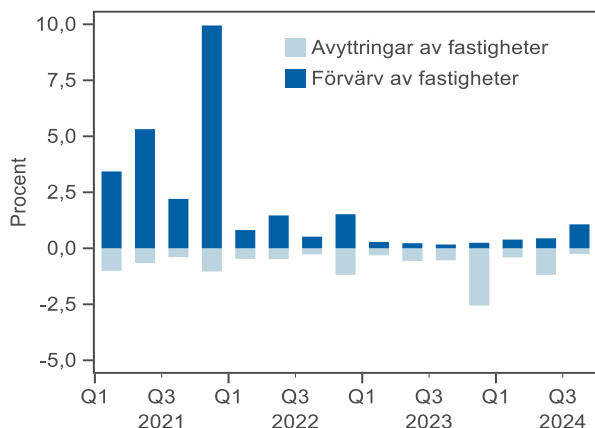
Källa: Handelsbanken

Industri och logistik-segmentet sticker ut med både små totala värdenedgångar och dessutom en efterföljande tydlig uppgång från botten. För kontorssegmentet bedömer vi att värdeutvecklingen sannolikt kommer att fortsätta vara relativt svag kommande kvartal givet den svaghet som finns på hyresmarknaden, inte minst i Stockholm.

...men transaktionsmarknaden går på tomgång

Transaktionsmarknaden fortsätter att gå på tomgång. Enligt Newsec har kommersiella fastigheter för 98,5 mdr kr bytt ägare hittills under 2024 vilket är en minskning med 1,3 procent jämfört med 2023. Bilden av vilka som säljer och vilka som köper är mer spretig än 2023 då institutioner och utländska fonder köpte och pressade börsbolag sålde. Nu är några börsnoterade fastighetsbolag faktiskt tillbaka som köpare samtidigt som utländska aktörer varit relativt frånvarande.

Förvärv och försäljningar jmf. ingående värde



Källor: Sedis och Handelsbanken

Att börsnoterade bolag blivit mer benägna att förvärva tillgångar beror också på att sektorn återigen värderas över substans, för första gången sen Q1 2021 (se artikel om aktiemarknaden). För även om det är relativt få bolag som värderas över substans så är det typiskt just dessa bolag, och bolag med låga rabatter, som köper.

I början av 2024 trodde vi att något högre direktavkastningar och sjunkande finansieringskostnader skulle väcka mer liv i transaktionsmarknaden. Men trots större nedgång i långa och korta räntor än vi trodde då plus snabbt krympande kreditspreadar så har transaktionsmarknaden haft svårt att riktigt lossna, även om det på senare tid har annonserats några ganska stora affärer. Att många noterade fastighetsbolag har handlats till substansrabatter har inte hjälpt och dessutom dröjer sig kanske en osäkerhet om värderingar kvar som gör det svårt för potentiella köpare och säljare att mötas om pris. I förra fastighetsrapporten pekade vi på att skillnaderna mellan bolag, i hur mycket man skrivit ner värden, ofta är svår att förstå. En annan förklaring kan vara att det är färre som tvingas sälja på grund av problem med refinansiering eller balansräkningar och kreditbetyg än under 2023.

Vakanserna ökar på kontor

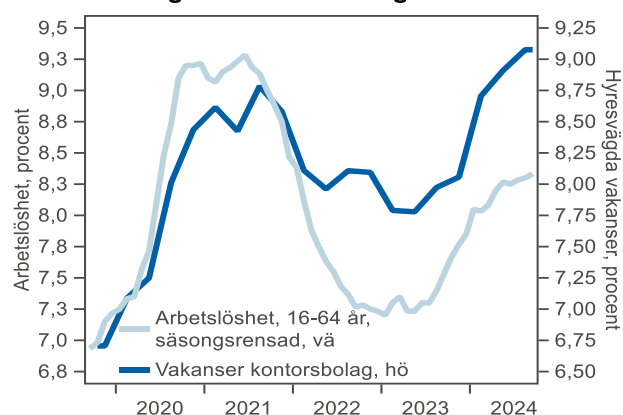
Snittvakanserna har stigit under 2024 och trenden ser ut att fortsätta. Enligt Citymark är kontorsvakanserna i Stockholms innerstad nu uppe i 10 procent, vilket är över toppen 2008-09 och den nivå som ibland nämns som en "tipping point" när vakanserna börjar påverka hyror tydligt negativt.

Kanske ännu mer oroande är att vissa områden längre ut från Stockholm verkar ha drabbats av mer strukturella problem. Enligt Cushman & Wakefield så var vakanserna i Kista 36 procent vid halvårsskiftet. Efter det har media rapporterat om att Ericsson överväger att lämna området bland annat på grund av att personalen upplever brister i trygghet. Lämnar

Ericsson är utsikterna för området dystra men bara diskussionen om säkerhetssituationen innebär dålig reklam för området.

Den svaga efterfrågan på kontor beror sannolikt både på anpassningen till mer hemarbete och en svag sencyklisk konjunktur där t ex konkurserna för typiska kontorshyresgäster ökat med ungefär 70 procent 2024 jämfört med 2022. Strukturen med hyresavtal som inte kan sägas upp i förtid och där hyran ökat mycket på grund av indexuppräknningar har skapat ett delvis dolt överskott av kontorsytor när hyresgäster vid tiden för omförhandling ofta letar mindre lokaler. Därtill kan man misstänka att fastighetsägare kanske hellre har en period med vakans än att teckna kontrakt på lägre hyror än utgående kontrakt för att undvika nerskrivningar av fastighetsvärden.

Kontorsbolagens vakanser stiger



Källor: Sedis, Handelsbanken och Macrobond

Högre energiprestanda lägre vakanser

Till de långsiktiga frågetecknen för vissa områden hör kommande krav på energiprestanda. Fastigheter med kombinationen hög vakans, låga hyror och dessutom betydande renoveringsbehov riskerar att i praktiken bli en sorts strandade tillgångar. Liknande problem finns även för fastigheter som varit avsedda att rivras och ersättas med nya men där en kombination av svag efterfrågan och ökad medvetenhet om klimatavtrycket från nybyggnation gör att dessa planer läggs på is. Kopplat till detta visar en studie från Cushman & Wakefield att kontorsbyggnader (i Stockholm, Göteborg och Malmö) som har en miljöcertifiering tenderar att ha en hyresprenie på mellan fyra till nio procent. En högre certifieringsnivå kunde också länkas till en högre premie, samt att denna skillnad är mest signifikant i områden utanför innerstan. Samma studie pekar även på att vakansgraden för certifierade byggnader i områden utanför innerstan i Stockholm är nio procent lägre än för de som inte är certifierade.

Låga hyresökningar 2025

När inflationen mätt som KPI sjunkit under 2 procent (den preliminära inflationstakten för oktober 2024 var 1,6 procent) så är glädjen hos fastighetsbolagen inte odelad. Stora indexuppräknningar gynnade kontorsbolagens kassaflöden 2023 och 2024 men inför 2025 väntar vi oss en tråkigare utveckling för kassaflöden för denna grupp av bolag. Med ökade vakanser och rabatter så finns risken att stagnerande intäkter och ökade kostnader resulterar i försvagande kassaflöden för kontorsbolagen.

Finansiell oro som bortblåst

Efter det stora aktierallyt i slutet av 2023, som lyfte fastighetsaktier med över 30 procent på två månader, har priserna fortsatt att öka gradvis. Ungefär i takt med sjunkande räntor och förbättrade finansieringsmöjligheter på kapitalmarknaden. Den finansiella stressen är borta i värderingarna på aktierna och siktet är åter inställt på tillväxt. Den så bekanta polariseringen kvarstår i viss mening och det är framför allt aktier som ger exponering mot kontor i Stockholm som värderas lågt. Även bostäder dras med låga värderingar på aktiemarknaden, i alla fall om vi synar substansvärderingen, och det är sannolikt det svaga kassaflödet och den blygsamma tillväxten som hämmar snarare än konjunkturell risk. Vi tror på en tämligen lugn period det kommande året med lägre volatilitet än vad vi har fått vänja oss vid de senaste åren även om inflations- och räntespöket gjorde sig påmint i höstens aktiehandel i samband med det amerikanska valet.

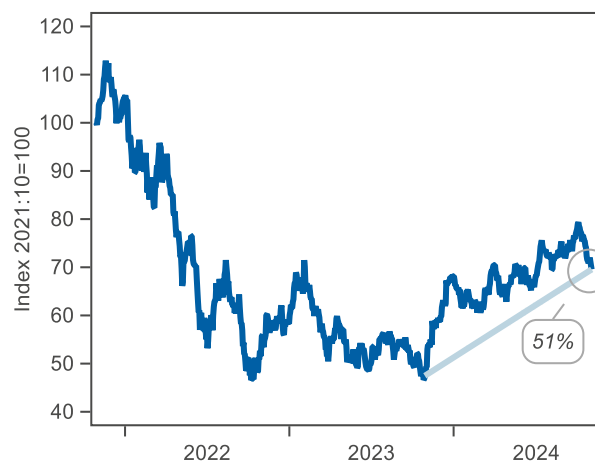
Utvalda slutsatser

- Finansiell risk har ersatts av förväntningar om expansion och vinsttillväxt
- Bostäder och kontor i Stockholm dras med stora substansrabatter på börsen.
- Vi tror inte att riktade emissioner är en uthållig källa för vinsttillväxt.
- Volatiliteten borde minska när marknaden tonat ner den finansiella risken.

Finansiell risk nästan ett minne blott

Värderingsskillnaderna fortsätter att vara stora i aktiemarknaden och det är till synes uppenbart vad som uppskattas bland investerare och vad som uppfattas som mindre attraktivt och önskvärt. Investerare har åter vinsttillväxt i förväntningarna och de senaste årens oro för finansiella risker och balansräkningar, där räddningsmissioner och forcerade fastighetsförsäljningar av fastigheter har legat som ett ok på börsens axlar, har ersatts av optimism och tillväxtorienterade, riktade emissioner i syfte att göra investeringar och växa vinst per aktie.

OMXS Fastighetsindex



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Vattendelaren i detta sammanhang, alltså vilka bolag som har gjort riktade emissioner, stavas substansvärdering. Flera bolag, med den gemensamma nämnaren att aktien värderas med substanspremie, har nyttjat sin värderingsfördel och emitterat nytt eget kapital. Detta med motiveringen att det ökar vinsten per aktie för alla aktieägare, även för de som inte får vara med i kapitalanskaffningen (efter utspädning). Det är framför allt bolag med hög avkastning på fastigheterna, ett stort yieldgap och en historik av att förvärva tillgångar med en tillräckligt stor skillnad mellan avkastning och finansiering som kan motivera detta undantag från huvudregeln, det vill säga att befintliga aktieägare ska ges företräde att delta i nyemissioner. Dessa högavkastande bolag återfinns primärt inom kategorin industrifastigheter men vi har även sett ett hotellägande fastighetsbolag inhämta nytt kapital med detta tillvägagångssätt. Kapitalanskaffningen syftar inte till att sänka risken utan är tänkt att investeras i främst förvärv, för att öka intäkter och intjäning.

Riktade emissioner det nya svarta för tillväxt

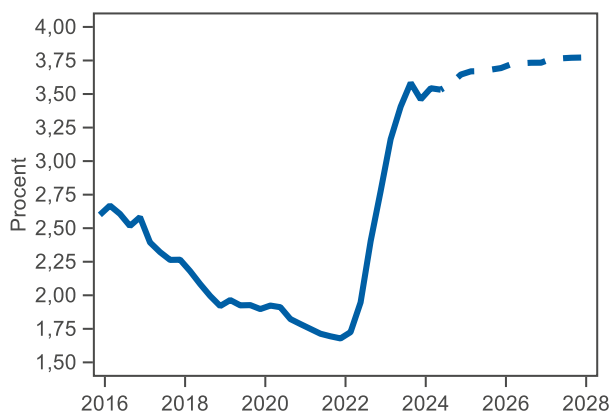
En intressant reflektion är att de bolag som har genomfört riktade nyemissioner, med vinsttillväxt i siktet, inte har haft en aktiekursmässig fördel, dvs aktierna har inte gått bättre än index utan snarare motsatsen. Vi tolkar det som att aktieinvestorer inte ser denna tillväxtmotor som uthållig och i oändligheten repeterbar. Det kan uttryckas som att den tänkta vinsttillväxten som genereras med emissionen får en lägre värderingsmultiplikator. Det får oss att dra slutsatsen att dessa kapitalinjektioner inte är en robust källa till tillväxt, i den bemärkelsen att den dörren inte är öppen för alla samt att den borde vara begränsad till storlek, antal och frekvens. Den slutsatsen stödjer också vår tes att tillväxten i

sektorn kommer att vara tämligen låg de kommande åren. Mot bakgrund av fortsatt högre finansieringskostnader än under åren som ledde fram till 2022 och en fortsatt relevans i att vårda balansräkningar och nyckeltal för att främja ett eventuellt kreditbetyg, blika finansiärer och skapa en stabil grund för en verksamhet som ska tåla både höga och låga räntor. Att det kan svänga snabbt har bolagen lärt sig den hårda vägen. För dessa svängningar bör det således finnas en beredskap även i tider av frid och fröjd.

Räntekostnader fortsatt höga

Vi ser även att räntekostnader kommer att fortsätta att öka något i de bolag som vi bevakar även om lutningen på kurvan nu är betydligt flackare än tidigare. Det är framför allt en ansenlig volym av fördelaktiga räntederivat, ingångna på låga nivåer, som löper ut och medför en fördyrning. Denna effekt motverkas av sjunkande STIBOR 3m och de förbättrade kreditvillkoren, men inte fullt ut. Utvecklingen för swapräntor, och STIBOR, kommer fortsatt att påverka både faktiska räntekostnader (se ränteavsnittet), sentimentet och aktiepriserna kommande året. Det är fallande aktiepriser under hösten ett färskt exempel på.

Fastighetsbolagens genomsnittliga ränta



Anm.: Utfall för Q3 2024 förutom för Trianon, Hufvudstaden, John Mattson & KlaraBo.
Källor: Macrobond och Handelsbanken

En begränsad volym av investeringar i förvärv och projekt, med vissa undantag, är såldes vårt antagande för de kommande åren. Det betyder således att merparten av tillväxten under denna period kommer komma från indexeringar och det som ofta benämns som "det dagliga gnetet" och värdeskapande förvaltning. Med den ansatsen blir det således viktigt att kunna avgöra vilka bolag som är duktiga på just det. Problemet är att det är svårt att med bra data särskilja bolagen åt i detta avseende. Men skickliga bolagsledningarna och bra organisationer, tydliga strategier med fokus på

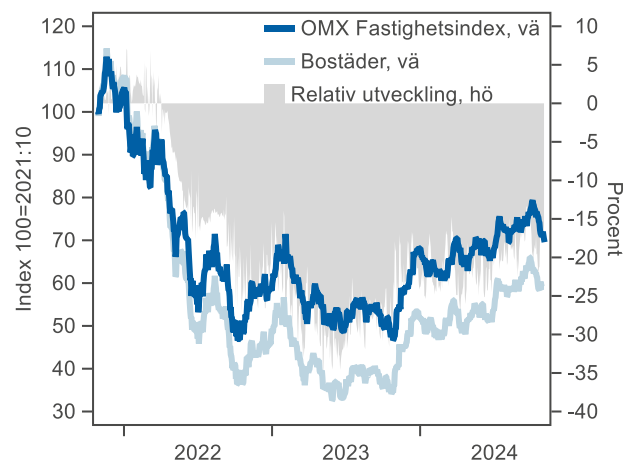
värdeskapande och en robust ägarbild torde öka förutsättningarna för en överavkastning i tider av lägre tillväxt.

Det dagliga gnetet viktigare nu för att skapa tillväxt

Bostäder – för tråkigt?

Att bostadsaktier handlas med stor substansrabatt tolkar vi inte nödvändigtvis som att investerare tänker att fastighetsvärdena inom kategorin ska falla markant från de bokförda nivåerna efter senaste årens höjda avkastningskrav. Cykliska risker torde vara försumbara och räntesänkningar träffar dessa bolag lika välbehövt som för andra, kanske än mer tacksamt i en kategori med låg avkastning på tillgångarna. Vi tänker snarare att prissättningen kopplas till hög värdering av kassaflöden och en begränsad tillväxt inom överskådlig framtid. Med en fortsatt tämligen hög belåningsgrad kombinerat med tunna kassaflöden tar det lång tid att amortera skuld för att anpassa kapitalstrukturen för de högre finansieringskostnaderna och för att minska risken i balansräkningen över tid. Det tror vi gör bostadsbolagen "tråkiga" och ointressanta på aktiemarknaden, därav den moderata substansvärderingsprofilen. Här kan man möjligen tänka sig att hyresbostäder i större utsträckning är en bra produkt för pensionskapitalfonder, utanför börsen.

Bostadsaktier vs hela sektorn



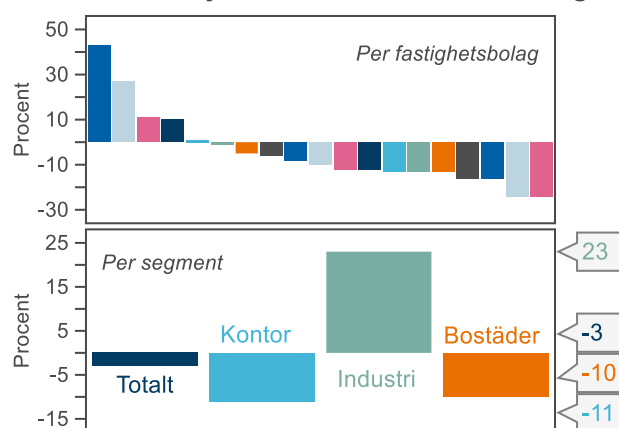
Källor: Macrobond och Handelsbanken

Vi kan även tänka oss en konsolideringstrend inom kategorin, på basis av den låga avkastningen på tillgångarna. Varje punkt i sparad administration torde vara viktig och skapa värde för ägarerna.

Kontor i Stockholm är inte populärt

Det går inte att dra slutsatsen att kontor i allmänhet är ett bortvalt segment, vi ser tämligen höga värderingar i aktier med exponering mot kontor så länge kontoren ligger utanför Stockholm. Att just kontor i Stockholm dras med implicit stor rabatt beror sannolikt på flera saker – dels den låga avkastningen på fastigheterna (här finns vissa likheter med bostadssegmentet) men även att risken i fastighetskategorin anses vara hög och dessutom svårkvantifierad. Här samsas både cyklisk risk med en befarad risk för strukturell förändring som skulle kunna leda till lägre efterfrågan och högre vakanser med negativa konsekvenser för hyresnivåerna. Lite av en perfekt storm med andra ord, vilket aktiemarknaden justerar för i sin till synes försiktiga prissättning. Vi tror att analysen är allt för onyanserad i dagsläget och att "bra och dåligt" kommer att vara helt avgörande i kampen om hyresgästernas intresse. Data som påvisar höga och stigande vakanser fångar ofta hela Stockholm, vilket inkluderar områden med bevisliga problem, så som till exempel Kista. Samtidigt ser vi inte samma dystra utveckling för de centrala delarna av Stockholm (CBD) och rapporterade data från andra bolag med Stockholmsexponering visar inte på någon dramatisk försämring av efterfrågan. Att ha de bästa produkterna i bra lägen medför att det går att hantera den lägre, totala efterfrågan och vi ser överlag att de noterade fastighetsbolagen har god kvalitet avseende både fastigheter, läge och kompetens.

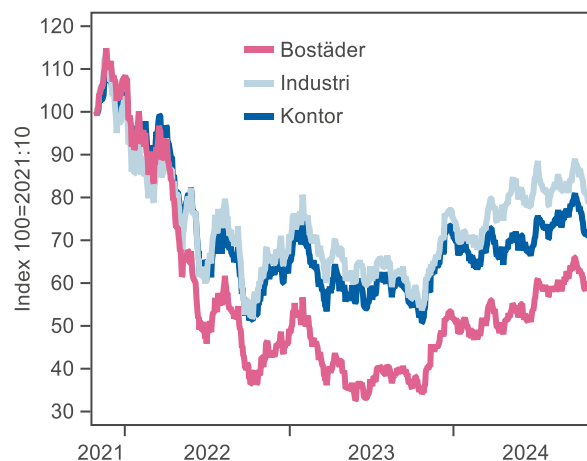
Investerarnas vy indikerar vissa nedskrivningar



Anm.: Baserat på aktuella belåningsgrader och P/NAV.
Källor: Macrobond, SEDIS och Handelsbanken

I grafen ovan exemplifierar vi den implicita nedgången i fastighetsvärden prissatt av aktiemarknaden. Bland de bolag med störst, implicit nedgång i korten finner vi Stockholmskontor som gemensam nämnare. Mellan dessa och snittet återfinns flertalet bostadsägande fastighetsbolag.

Aktiekursutveckling, olika segment



Källor: Macrobond och Handelsbanken

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

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

Ansvarsbegränsningar

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

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

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

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

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

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

Viktiga upplysningar om analyser

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fastighetsrapporten - insikter & utsikter

Macro Research

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

Equity Research

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

Credit Research

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

Sustainability Analysis

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

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm

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

Helsinki

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

Oslo

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

London

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

New York

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