

Dags för den nya skolan: Låneakuten

TID ATT UTVÄRDERA

LEKTION 1 ▶ Idag är det svårt att få nya lån och villkoren för refinansiering är hårda. Samtidigt är osäkerheten om ränteutveckling med mera mycket stor. I Fastighetsvärldens nya skola lär du dig att manövrera på dagens svåra kreditmarknad. Första lektionen handlar om räntestrategi.

SÅ SENT SOM för drygt ett år sedan såg utsikterna för Sverige fortfarande bra ut. Tillväxten var mycket god och arbetslösheten var på historiskt låga nivåer.

Bruttonationalprodukten (BNP) förväntades stiga med över tre procent både under 2008 och 2009. Den allt stramare arbetsmarknaden och högre löneökningar förväntades öka inflationstrycket, Riksbanken skulle därför fortsätta att höja räntan. De offentliga finanserna var starka och regeringen borde därför undvika ytterligare expansiv finanspolitik.

Den internationella finanskrisen som började på den amerikanska bolånemarknaden hösten 2007 underskattades länge. Men den har snabbt förändrat alla ekonomiska förutsättningar.

Många anser nu att det här kan vara en av de största ekonomiska kriserna genom tiderna och att den konjunkturella nedgången kommer att bli djup och utdragen. Centralbanker och regeringar försöker därför med alla medel hindra en utdragen

global recession.

Sverige har påverkats genom att tillväxten sjunkit överraskande snabbt men nivåerna på antalet sysselsatta var länge fortsatt relativt stabila.

I slutet av september i år gick dock proppen ur. Antalet varsel ökar markant och är nu på en nivå som vi senast såg under krisåren i början av 90-talet.

Under september var antalet varsel runt 8 000. I oktober hade den siffran stigit till hela 19 500 och hittills i november (till och med 24 november) uppgår antalet till 14 369.

BNP-siffrorna för Sverige har reviderats ned rejält bland samtliga prognosmakare.

I figur 2 (sid 69) nedan redovisas utvecklingen av Riksban-

kens prognoser för den svenska BNP-tillväxten sedan sommaren.

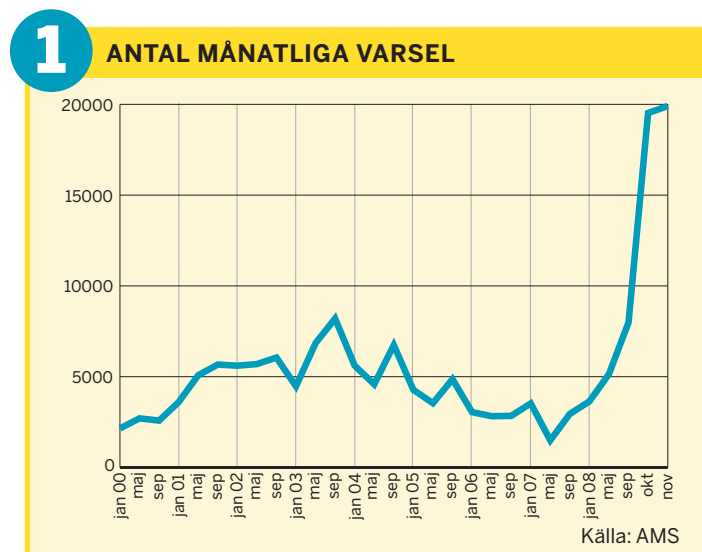
Tillväxtutsikterna i Sverige har försämrats påtagligt på grund av stramare kreditvillkor, minskad export, ökad arbetslöshet och lägre tillgångspriser som dämpar konsumtionen. Dämpad efterfrågan och stramare kreditvillkor innebär troligen att även investeringarna kommer att minska. BNP-tillväxten förväntas därmed att stagnera eller bli negativ.

Ränteutvecklingen

Den snabba avmattningen i internationell och svensk ekonomi har medfört kraftiga svängningar på räntemarknaden. Från toppen i juni har exempelvis den femåriga swapräntan sjunkit med 2,2 procentenheter.

De stora och snabba förändringarna och osäkerheten kring den framtida utvecklingen är på historiskt höga nivåer. Detta har lett till stora värdeförändringar på derivat, vilket vi sett i flera av de börsnoterade bolagens resultat- och balansräkningar. Det kan mycket väl bli mer av detta framöver.

För den korta räntan har nedgången inte varit lika snabb vilket till stor del får tillskrivas den finansiella turbulensen och förtroendekrisen bankerna emellan. Tremånaders Stibor (bankernas referensränta sins-



RÄNTESTRATEGIN

emellan) har från toppen i oktober sjunkit med 120 procent till 4,42.

Framtida ränteutveckling

Marknaden och ekonomerna är rörande överens om att Riksbankens styrränta ska fortsätta ner, och det rejält. På terminsmarknaden kan vi se att tremånaders Stibor med start i juni 2009 prissätts till runt 2,40 procent, ner med cirka 200 punkter från dagens nivåer.

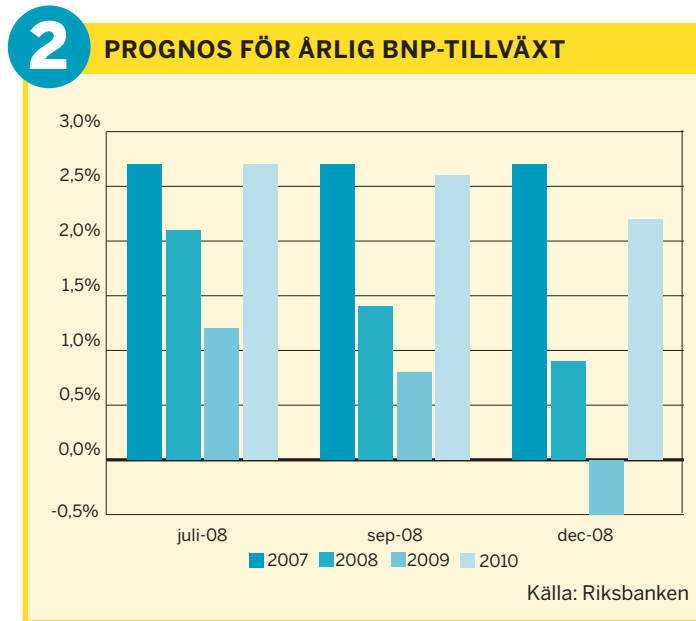
Betyder det att Riksbanken förväntas sänka räntan med lika mycket? Inte helt orimligt men i det priset finns dessutom en förväntan om en normalisering på Stibor-marknaden. Skillnaden mellan tremånaders Stibor och reporäntan förväntas alltså minska under 2009.

Eftersom marknaden och ekonomerna inte tror på samma nedgångar i de fasta räntorna innebär det att fördelen av att övervikta portföljen med rörlig ränta förväntas ge ett bra utfall de kommande åren. Men hur mycket rörligt ska väljas?

Riksbanken

Inflationen, som fortfarande är mycket hög (4,4 procent i oktober), har medfört att nivån på reporäntan ökade ända fram till och med Riksbankens möte i september.

När finanssturbulensen visade



sig få effekter på de svenska bankerna meddelade Riksbanken att man inte har för avsikt att hantera den finansiella instabiliteten med styrräntesänkningar.

Efter det har den försökt förbättra likviditeten på marknaden genom en rad ageranden. Trots detta beslutade Riksbanken den 8 oktober att man i en gemensam aktion tillsammans med andra centralbanker sänker räntan med 50 räntepunkter, en månad efter den senaste höjningen.

Aktionen, som sågs som ett svar på den finansiella krisen,

motiverades med negativa real-ekonomiska effekter samt lägre råvarupriser. Den 23 oktober sänktes räntan återigen med ytterligare 50 räntepunkter, vilket skvallrar om kraftigt försämrade förväntningar på konjunkturen. Styrräntan förväntas utvecklas enligt figur 3 (sid 70).

Den kanske viktigaste frågan inför framtiden är Riksbankens fokus. Kommer direktionen att acceptera några månader av inflation över sitt mål eller kommer den att stödja tillväxt och sysselsättning?

Marknaden har bestämt sig och indikerar i sin prissättning

en kraftfull sänkning redan i december, nästan 100 procent sannolikhet för 100 räntepunkters sänkning.

Vidare förväntas Riksbanken fortsätta med snabba och stora sänkningar under hela 2009. Vad talar då för detta scenario?

Inflation

Toppen på inflationen är med stor sannolikhet passerad för denna gång. Anledningen är att den till stor del drevs av tre grupper: energi (olja), räntekostnader och livsmedel. Vad som gör att Riksbanken börjat sänka räntan och många, inklusive de själva, tror att sänkningarna kommer att fortsätta är att prisnedgångarna inom dessa grupper varit väldigt stora.

Oljepriset som toppade på 147 dollar fatet är nu ner runt 50.

Räntekostnaderna kommer att sjunka i takt med styrräntesänkningar och normalisering av Stibor. Skördarna har varit goda och världsmarknadspriserna på de viktigaste livsmedlen har gått ner med 50 procent sedan i juni.

Det finns med andra ord mycket som talar för deflation under 2009 då det i en lågkonjunktur är svårt att hitta andra grupper där priserna kommer att stiga i motsvarande grad.

Något som oroar direktionen är de höga inflationsförvänt-

Den kanske viktigaste anledningen till att Riksbanken väljer att inte gå på marknadens förväntningar är dess historia.

ningarna som fanns under våren och sommaren. Hushållens inflationsförväntningar var enligt Konjunkturinstitutets senaste mätning nu under två procent på ett års sikt, långt under de höga nivåer som rapporterades tidigare i år.

Den alternativa räntebanan

Mycket talar för att det scenario med påtagligare negativa effekter på konjunkturutvecklingen i omvärlden som Riksbanken målade upp i sin rapport från september realiserar. Ett sådant scenario skulle innebära lägre inflation och resursutnyttjande och därmed även en mer expansiv penningpolitik (se figur 1).

Vad talar emot räntesänkningar?

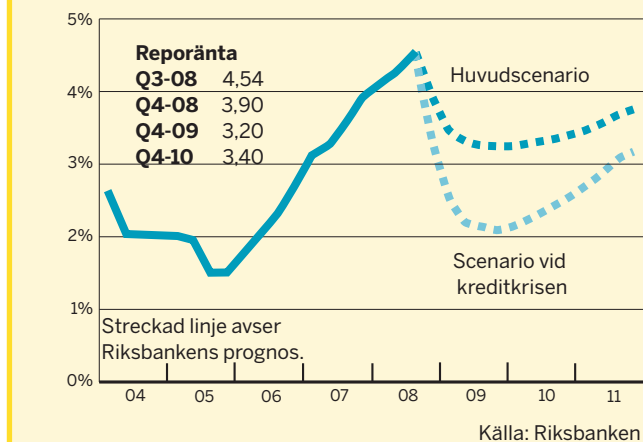
Trots att alla indikatorer och undersökningar kring den framtida utvecklingen pekar rakt söderut så finns det några faktorer som bör beaktas innan man till fullo ska börja räkna hem alltför kraftiga räntesänkningar i närtid.

Ett problem för Riksbanken är kronans utveckling de senaste månaderna. De senaste två månaderna har kronan tappat cirka 24 procent mot dollarn och nästan 8 procent mot euron. Denna försvagning är mycket större än vad Riksbanken har prognostiserat och kan leda till ett högre inflationstryck och därmed mindre räntesänkningar.

Riksbanken kommer med stor sannolikhet att följa åtgärder från ECB och se till att styrräntan inte hamnar under europeisk nivå för att på så sätt minska trycket mot kronan.

Den kanske viktigaste anledningen till att Riksbanken väljer att inte gå på marknadens förväntningar är dess historia. Direktionen har alltid föredragit

3 REPORÄNTA KVARTALSMEDELVÄRDEN



en försiktig väg vad gäller förändringar av styrräntan och liknar där mer ECB än exempelvis Fed.

Allt för kraftiga sänkningar kan snarare öka osäkerheten och centralbanker måste därför vara försiktiga, både ur ett stabiliserande och psykologiskt perspektiv. Detta är något som ledamöter ur ECB redan påtalat och sannolikheten är att detta även diskuteras i direktionen här hemma.

Räntestrategi

En frågeställning som bör dyka upp när nivåerna på räntorna förändras så mycket och så pass snabbt som skett är vad ert bolag har för räntestrategi och kanske än viktigare när förändrades den senast? En strategi som fungerade väldigt bra under 2008 kan nämligen vara helt felaktig under 2009.

Vår erfarenhet är att det finns många bolag som sitter med räntestrategier som beslutades när förutsättningarna var väldigt långt ifrån dagens. Eller ännu allvarligare: aldrig ändrar strategin. Ett bolags

förutsättningar är inte statiska och räntemarknaden förändras ständigt.

Olika strategier kommer att vara optimala vid olika tidpunkter. Att slå sig till ro med en fast strategi är därför inte lämpligt. En dynamisk styrning av strategier för riskhantering kan utformas olika beroende på vilka mål ledningen styr efter.

Över tiden kommer rörlig ränta att vara billigare än fast. Mellan tremånaders Stibor och en femårig ränta (femårs swap) är skillnaden under de senaste tio åren cirka 1,20 procent.

Anledningarna till att fasta lån över tiden är dyrare än rörliga är osäkerheten kring skattningen av framtida ränterörelser och inflationen. Långivare och placerare vill ha kompensation för denna risk när de lånar ut pengar till fast ränta. Låntagare bör därför försöka utnyttja denna prisskillnad mellan rörliga och fasta räntor.

Tyvärr finns det föreställningar om att fast ränta är riskfri och att bolag därför bör minska sin risk genom att binda en

stor andel av portföljen till fast ränta. Kort räntebindning har den fördelen att den oftast följer konjunkturutvecklingen.

I en avmattning eller lågkonjunktur när vakanserna stiger eller hyreshöjningarna är låga kan fastighetsbolag med hög andel rörlig ränta upprätthålla resultatet på en rimlig nivå genom att räntekostnaderna sjunker. De bolag som har hög andel fast ränta ligger däremot kvar på samma räntekostnadsnivå, samtidigt som de drabbas av ett intäktsbortfall.

Ett annat tillfälle när uppdatering av strategi är på sin plats är när företagets förutsättningar förändrats, framför allt om de påverkar kassaflödet och därmed förmågan att bära ränterisk.

Riskorientering

Slutsatsen av resonemanget är att alla bolag bör sträva efter att utveckla en affärsstrategi parallellt med en finansiell strategi i vad som kan kallas en riskorienterad verksamhetsstyrning.

Aktieägarnas allt större fokus på riskjusterad avkastning kommer att leda till krav på effektivare kapitalanvändning.

Det är bolagens styrelses och lednings uppgift att vid varje tidpunkt fatta beslut utifrån en bedömning av vad som ger ett optimalt förhållande mellan förväntad avkastning och risk på aktieägarnas kapital.

TEXT JOHAN ERSSON

NÄSTA LEKTION

► I nästa lektion av Låneakuten kommer i januari. Då får du flera tips på hur du agerar på dagen svåra kreditmarknad.