

# En frisk katt landar alltid på fötterna

Räntorna är bland de högsta på många år och det är trevligt för alla räntesparare. Vi har däremot inte sett den fulla effekten på ekonomin av de penningpolitiska åtstramningarna det senaste 1,5 året. Oavsett om Riksbanken och Europeiska Centralbanken höjer ytterligare eller inte är det rimligt att se en konjunkturförsvagning i kölvattnet av flertalet snabba styrräntehöjningar som dessutom vidtagits från en mycket låg nivå. Korta räntor torde i det närmaste ha nått en topp eller i alla fall en platå. Kreditspreadarna är alltså generösa, men gapet mellan investerarens riskkompensationen (kreditspreadar) och kreditrisken (mätt som andel betalningsinställelser) har minskat. I en svagare konjunktur fortsätter betalningsinställelserna att öka ett tag till. För fastighetssektorn specifikt betyder de högre räntekostnaderna att det skakar i grunden och att det är hög tid för vissa att söka fastare mark. För en del kan det vara för sent, men för andra gäller det att göra som katten och landa på fötterna.

## Dags för penningpolitiken att bita

Hittills under 2023 har den internationella konjunkturen varit rätt stark, trots den åtstramande penningpolitiken, men har samtidigt visat tecken på att börja mattas. Tydligast är denna dämpning i industrin medan tjänstesektorn tycks ha hållit uppe bättre. Pandemieffekter i form av komponentbrist och stora orderstockar som bolagen ej kunnat leverera på har börjat lätta i år och företagen, framförallt inom industrin, blir efter att de betat av orderstockarna allt mer beroende av orderingången igen. Även inflationseffekterna som härrör från både pandemin och kriget i Ukraina har börjat avta efter lång väntan. Sverige har släpat efter i detta avseende.

I februari såg vi en ränteuppgång i spåren av en då fortsatt hög inflation som ännu inte visade några tydliga tecken på att ge vika, men ränteuppgången fick ett abrupt avbrott i mars när oro kring banksektorn växte i spåren av händelser kring Silicon Valley Bank och Credit Suisse. Räntenedgången som följde var global och den amerikanska 2-åriga swapräntan föll med hela 100 punkter på tre handelsdagar. Under dessa dagar ökade kreditspreadarna rejält, inte minst på olika typer av bankobligationer och i Sverige gällde det även fastighetsbolagens obligationer. Förloppet kan beskrivas som ett klassiskt ”risk-off” mönster där placerare sökte sig till säkrare placeringar och bort från mer riskfyllda placeringar, samtidigt förväntade de sig en negativ effekt på ekonomin och en lättare penningpolitik.

Under våren återkom riskaptiten så smått, men den var inte helt grundmurad även om de korta räntorna förvisso steg och kreditspreadarna minskade en del. Litet lägre inflationstal har sedan dämpat ränteuppgången tillsammans med vissa svaghetstecken i den globala konjunkturen, men än visar arbetsmarknaden på flera håll styrka. När det gäller Sverige specifikt steg dock arbetslösheten

rejält i juni, om än från låg nivå, och BNP-indikatorn signalerar att andra kvartalet varit mycket svagt. Här i Sverige förefaller ändå hushållen på senare tid ha repat sig något efter trippelknockouten från stigande räntor på rörliga bolån samt de skenande priserna på mat och energi som de känt av det senaste 1-1,5 året. En stigande arbetslöshet skulle däremot dämpa humöret igen. Det återstår att se om uppgången i arbetslösheten står sig på den högre nivån eller om den delvis var en metodeffekt kopplad till problem med säsongsresningen i juni. BNP-siffran för andra kvartalet kan sprida mer ljus över läget när den publiceras i slutet av augusti.

Med det sagt har vi tyvärr ännu inte sett den fulla effekten av centralbankernas många och snabba räntehöjningar och det är fullt normalt att arbetsmarknaderna släpar efter i den processen. Däremot kan det trots allt vara så att vi redan har fått en uppgång i svensk arbetslöshet parad med en uppgång i antalet konkurser och det bör i så fall inte gå Riksbanken helt obemärkt förbi. Ett tag var ytterligare två hela 25-punktershöjningar diskonterade (nu litet mindre), men frågan är om det ens blir 25 punkter till.

Om konkurserna fortsätter att öka kommer vi i förlängningen att få se en ökning av vakanserna i kommersiella fastigheter i Sverige i ett läge när de svenska fastighetsbolagen redan har det svettigt med högre räntebetalningar och fallande fastighetsvärden. Även globalt har andelen betalningsinställelser (rullande 12-månaderstal) stigit enligt Moody's data. Till en början, under 2022, var den uppgången driven av utvecklingen i Ryssland, där sanktionerna förefaller ha bitit förra året, och i februari-mars i år syntes en tillfällig nedgång i andelen betalningsinställelser globalt. Därefter har nivån dock stigit igen och den låg i slutet av juni på 3,8%, vilket är strax under det historiska snittet. Moody's indikerar att andelen betalningsinställelser globalt ska stiga till strax över 5% i början av 2024.

### När räntan jobbar för dig

I denna miljö har våra räntefonder första halvåret i år levererat en avkastning på cirka 3% utan att marknaden egentligen har gått åt rätt håll. Hur är detta möjligt och vad betyder egentligen att marknaden går åt "rätt håll" när det gäller räntemarknaden? Oftast menar vi den omedelbara avkastningseffekten av en ränterörelse. Den effekten blir större ju längre löptider innehaven har och är faktiskt negativ om räntorna stiger och positiv om räntorna faller.

Under mars månad skedde ett stort räntefall, men sammantaget kan man ändå säga att under första halvåret var rörelsen i underliggande räntor något ogynnsam och rörelsen i kreditspreadarna marginellt positiv avkastningsmässigt eftersom de korta underliggande marknadsräntorna (swap- och statspappersräntor) steg medan kreditspreadarna minskade något. De längre marknadsräntorna har inte stigit på samma sätt som korta och ligger även betydligt lägre än de korta räntorna. Långa räntor som är lägre än korta brukar inte vara ett bestående mönster.

Avkastningen på våra räntefonder första halvåret i år härrör dock inte så mycket från marknadsrörelserna denna gång. Bidraget från rörelserna var totalt sett positivt under första halvåret, men endast ca 10% av avkastningen härrörde från dessa. Istället var resterande del av avkastningen, det mesta alltså, huvudsakligen en effekt av tidigare marknadsrörelser, alltså de som skedde innan 2023. Marknadsutvecklingen förra året, alltså 2022, har lett till högre kupongräntor på nyemitterade obligationer och till att kurserna sjunkit på äldre obligationer som dock ska återbetalas på 100. Kursen på en obligation ska definitionsmässigt (och i avsaknad av större ränterörelser) röra sig mot 100 ju närmre i tiden förfallet kommer. Det är så obligationer fungerar och det är just nu fantastiskt!

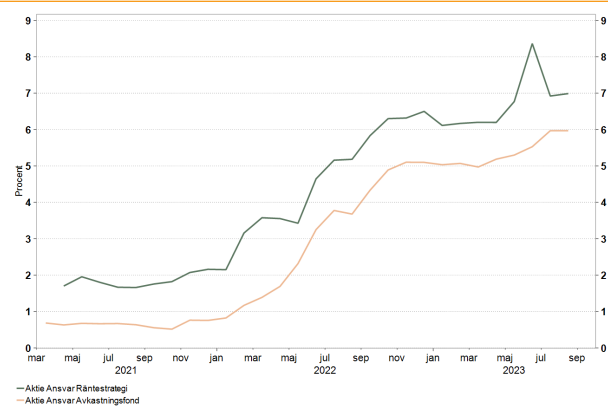
De obligationer som har emitterats senaste 1,5 året har alltså ett betydligt högre kreditpåslag i kupongräntorna än de som emitterades dessförinnan eftersom investerarna nu är mindre riskvilliga än innan 2022 och därför i samband med emissionerna kräver bättre kompensation för kreditrisken i form av högre kupong. Allt annat lika innebär detta högre kupongräntor på dessa obligationer än på de som emitterats innan 2022. Därtill har dessa obligationer emitterats med högre underliggande räntor (swapräntor) vilket också inneburit högre kupongräntor på nyemitterade fastkupongobligationer. Å andra sidan så handlar de obligationer som emitterades 2019-2021 (med mycket låga kupongräntor) nu på lägre kurser än de nyemitterade och dessa obligationer kommer alltså istället att värderas upp mot 100 fram

till förfallet (i avsaknad av större rörelser i marknadsräntorna). Detta såvida nu inte emittentent förutses misslyckas med att fullgöra sina åtaganden när det gäller att betala kupongräntor och att återbetala det nominella beloppet på förfalldagen. En obligationskurs på 100 innebär att obligationen är värderad till samma som den nominella skulden som ska återbetalas. Är kursen på slutdagen under 100 är obligationen undervärderad i förhållande till skuldens nominella värde och är den över 100 så är den övervärderad i förhållande till skuldens nominella värde.

Specifikt för Floating Rate Notes (FRN) gäller dock att den del av kupongen som inte utgör kreditpåslag (alltså den del som baseras på den underliggande räntan) är rörlig och därför har justerats upp flerfaldigt det senaste 1,5 året eftersom Stibor 3 månader gått från runt 0% eller tom från negativ så sent som i mars 2022 till att nu ligga runt 3,9%. Denna kupongjustering har skett istället för att ha en helt fast kupong och en i gengäld lägre obligationskurs efter att de underliggande räntorna stigit.

Tillsammans kokar kupongräntor och obligationskurser ned till att våra räntefonder har haft en löpande portföljränta (beräknat som årsränta) på mellan 5-7% under första halvåret och det är huvudförklaringen bakom avkastningen på nära 3% första halvåret efter avdrag för avgift. Hade vi haft större marknadsrörelser åt något håll hade avkastningen däremot blivit högre eller lägre beroende på rörelsens riktning och tajming.

### Portföljräntor



Källa: Aktie-Ansvar

### Om räntorna rör på sig

Vad hade då hänt om vi hade sett en större marknadsrörelse i en specifik riktning mellan första januari och sista juni? Ränteduration är ett mått på känsligheterna för rörelser i de underliggande räntorna. Med underliggande räntor menar man swapkurvan eller statsobligationskurvan vilka prissätts utan den kreditrisk som företagsobligationer har. Räntan på en företagsobligation består av den underliggande räntan plus ett kreditpåslag för kreditrisken (kreditspread). Fastkupongsobligationer har normalt längre ränteduration än en FRN.

När man beaktar våra räntefonders innehav av både FRN och fastkupongsobligationer får man fram att våra räntefonder har haft en sammantagen ränteduration på mellan 0,4 och 1,1 år under första halvåret 2023. Något förenklat innebär 0,4-1,1 i ränteduration att om räntan stiger 100 punkter över alla löptider får man ett omedelbart värdetapp på cirka 0,4-1,1%. Om räntan faller med 100 punkter över alla löptider får man ett omedelbart tillskott till avkastningen på 0,4-1,1%. Effekten framåt, efter rörelsen, av ett högre ränteläge blir däremot positiv, som vi såg i föregående avsnitt, medan den blir negativ av ett lägre ränteläge.

Det skedde, som nämnts, ett stort räntefall i mars, men sammantaget första halvåret blev det en liten fortsättning på ränteuppgången i den kortare delen av den svenska avkastningskurvan. Fonderna har inte tagit mycket skada av det eftersom räntedurationen varit så pass kort, men skulle egentligen initialt ha påverkats något negativt av en sådan rörelse. Nu blev det inte så. Det förklaras till stor del av att räntedurationen genom ompositioneringar justerades ned aktivt under de turbulenta dagarna i mars när vi såg den abrupta nedgången i de underliggande räntorna. Räntedurationen hade lyckligtvis förlängts något strax innan, men efter räntefallet togs den alltså ned igen vilket motsvarade en vinsthemtagning eftersom fonderna hade tjänat bra på räntefallet tack vare den ränteduration som adderats.

Marknadsräntorna återhämtade sig senare under våren, men då hade fonderna en kortare ränteduration än innan turbulensen och var mindre känsliga. Totalt under första halvåret steg Stibor 3 månader med 111 punkter, 1-åriga svenska swapräntan med 75 punkter och 2-åriga swapräntan med 43 punkter. När räntorna stigit igen (dvs obligationskurserna gått ned) ökades räntedurationen åter något. Uppgången i de kortare svenska marknadsräntorna har till stor del drivits av inflationen och förväntningar kring den svenska penningpolitiken.

Att ha en ränteduration på ett halvt till ett år är förhållandevis

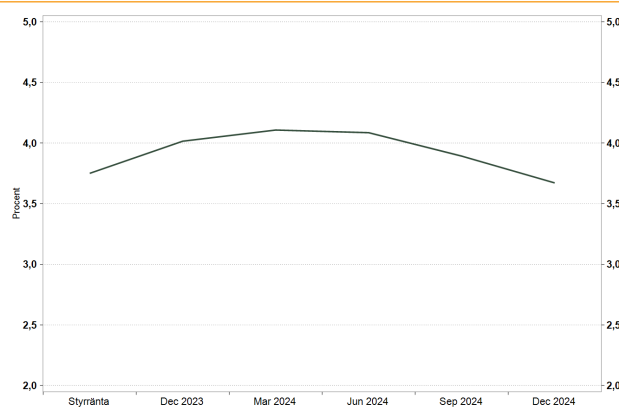
kort. Det är längre än i typiska svenska företagsobligationsfonder som ofta köper FRN utgivna av företag och då får en ränteduration runt 0,2, men det är kortare än en traditionell obligationsfond (med fastkupongsobligationer med AAA-rating såsom säkerställda bostadsobligationer) där räntedurationen kanske är 3 år. Att gå längre ut på kurvan och öka räntedurationen utöver 0,5-1 år leder dessvärre inte till högre portföljränta just nu när de långa räntorna är lägre än de korta utan det blir mer en fråga om vilken ränterörelse man som investerare förväntar sig.

### Riksbanken i rävsax

Riksbanken har hamnat i en riktig rävsax. De tycker nog att de höjt rätt mycket redan, men tycks ofta snegla på ECB när de ska ta beslut för egen del. Blir förväntad styrräntedifferens mellan Riksbanken och ECB (Europeiska centralbanken) alltför stor tenderar kronan att försvagas, vilket via importpriserna ger en inflationsimpuls. Då kan Riksbanken behöva höja ändå även om de inte tänkt göra det från början. Rävsaxen de nu sitter i beror till en del på detta, men parat med en annan och mer nytillkommen faktor. Ju mer de höjt nu desto mer tycks oron öka kring svensk fastighetsmarknad och banksektor. Aptiten på den typen av risk hos utlåningar minskar då med en svagare krona som följd även i det scenariot. Vad ska Riksbanken göra då? Höja ännu mer och ge sådana tankegångar än mer bränsl? Vad de än väljer ser det ut att kunna leda till en svagare krona. Då kanske de väljer att helt enkelt fokusera mindre på kronkursen och mer på andra faktorer.

En kommande konjunkturförsvagning, med en försämring av arbetsmarknaden både i euroområdet och Sverige, bör så småningom ta ut sin rätt och göra att båda centralbankerna, såsom Fed nu verkar vara på väg att göra, snart vilar på hanen och utvärderar vad den ackumulerade effekten av redan vidtagna höjningar egentligen blivit.

### Marknadens förväntningar Riksbanken

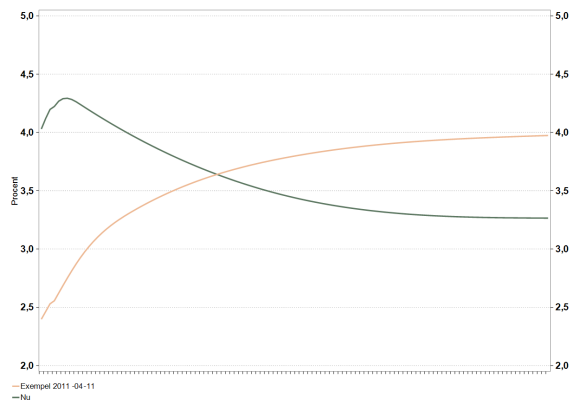


Källa: Nasdaq OMX Nordic

Det är i detta perspektiv svårt att se att de korta räntorna ska stiga jättemycket mer i närtid. Marknadsaktörerna på räntemarknaden diskonterar nu cirka 35 punkter i ytterligare styrräntehöjningar från Riksbankens sida och diskonterar viss sannolikhet för sänkningar därefter med start i andra kvartalet nästa år. Ett tag diskonterades bortåt 50 punkter i kommande höjningar. För att den allra kortaste delen av avkastningskurvan ska stiga härifrån behöver det alltså komma in förväntningar om fler eller större styrräntehöjningar än cirka 35 punkter. Visst kan förväntningar om 50 punkter komma tillbaka igen om konjunkturindikatorerna förbättras igen eller om inflationen inte ger med sig, men om den svagare konjunkturbilden bekräffas och inflationen visar tydligare tecken på att ge med sig kanske det inte blir någon mer höjning alls och då ska de allra kortaste marknadsräntorna falla.

De något längre räntorna, 1-2-årsräntorna, kan däremot stiga en del om förväntningarna om styrräntesänkningar med start redan nästa år försvinner. Det är för övrigt inte hållbart i längden att långa marknadsräntor är lägre än de korta. Denna lutning gör det mindre attraktivt att gå ut i löptid. Normalt sett ska du få mer ränta för att låna ut pengarna längre tid, men nu är kompensationsen lägre ju längre ut du går. Detta måste någon gång rätta till sig genom antingen att korta räntor faller eller att långa räntor stiger eller genom en kombination av båda.

#### Swapräntekurva 0,5 till 10 år löptider



Källa: Swedish Financial Benchmark Facility och Macrobond

#### När verkligheten hinner ikapp

Som nämnts ökar andelen betalningsinställelser nu. Det låter kanske oroväckande för den som investerat i företagsobligationer, men en uppgång är redan diskonterad på kreditmarknaden sedan länge. Om Moody's har rätt i att andelen ska stiga från dagens

3,8% och nå en peak strax över 5% i början av 2024 och sedan gå ned till 4,6% i juni samma år, har marknaden redan tagit höjd för den uppgången. Med det sagt kan också konstateras att gapet mellan vad som är prissatt och vad som indikeras av Moody's har eroderat en del. För ett år sedan var kreditspreadarna litet högre än nu och marknaden diskonterade då en andel på över 9% i betalningsinställelser medan Moodys förutsåg en uppgång till endast 3,7% (utfall 3,8) på ett års sikt. Nu diskonterar marknaden en lägre andel på 6-7% och Moody's förutser (i juni) en andel på 5,1-4,6% på ett halvt till ett års sikt. Det finns fortfarande värde i krediter som placeringslag om andelen betalningsinställelser inte ökar mycket mer än Moody's indikerar, men man bör ha i åtanke att om marknaden nu diskonterar en lägre nivå på andelen betalningsinställelser än tidigare, men densamma samtidigt förefaller fortsätta uppåt, så att gapet minskar, så ökar nog i samma veva risken att något av de innehav en placerare satsat på ska visa sig vara fel häst. Det vill säga att investeraren via kreditspreaden faktiskt inte blev kompenserad för kreditrisken i just det innehavet. Därför har vi kvar kreditexponering och en inte obetydande löptidsrisk i kreditexponeringen (spreadduration) på cirka 1,8% respektive 3,2% i fonderna, men har samtidigt en lägre andel innehav utgivna av emittenter med en kreditkvalitet motsvarande High Yield (det svagare segmentet) än vi hade för något år sedan. Bland Investment Grade emittenter är betalningsinställelser betydligt mindre vanliga även om det ju där förstås finns risk för nedgradering till High Yield att ta hänsyn till. Inom Investment Grade finns bolag med betydligt högre kreditspreadar än de som rådde 2021 till betydligt lägre risk än inom High Yield.

#### Om kreditspreadarna rör sig

När det gäller kreditexponeringen i stort är kreditpåslagen högre ju längre löptid i linje med vad som är normalt och vilket just nu alltså skiljer sig från avkastningskurvan för underliggande räntor. Dock är även känsligheten för rörelser i kreditspreaden, alltså marknadsrisken, högre i de längre löptiderna. Denna känslighet mäts som spreadduration (eller kreditduration). Om man inte tror att kreditspreadarna ska öka markant och inte heller har någon syn på att underliggande räntor ska falla kan det vara önskvärt att öka kreditdurationen, men inte räntedurationen, genom att exempelvis köpa längre FRN-obligationer (med Stibor som rörlig underliggande ränta) och då få en högre kreditspread som adderar till portföljräntan. På grund av låg emissionsaktivitet det senaste 1,5 året är det dock inte gott om företagsobligationer med lång löptid att tillgå i den svenska marknaden, vilket påverkar lutningen på "spreadkurvan" när du väl vill köpa en längre obligation. Detta gäller särskilt emittenter utanför fastighetssektorn. Bristen på utbud gör att kurvan blir flackare än den annars skulle varit, i alla fall när det gäller de mer attraktiva emittenterna.

Å andra sidan har många investerare det senaste året valt att istället köpa 2-årsobligationer med fast kupong för att delvis dra nytta av att underliggande räntor är högre i korta ändan av avkastningsskurvan. Därigenom har vissa emittenter hittat ett sätt att nå ut i marknaden trots ganska svag aptit på kreditrisk senaste 1,5 året.

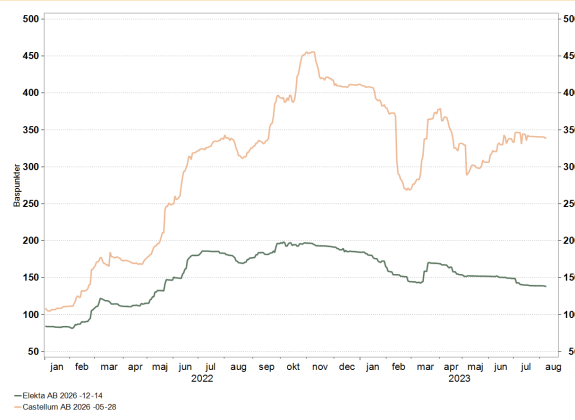
Den som köper de längre FRN-obligationerna bör även beakta risken att en fortsatt uppgång i betalningsinställelserna, en svagare arbetsmarknad och ökade vakanser i kommersiella fastigheter, gör att riskaptiten sjunker och kreditspreadarna ökar igen innan denna kreditcykel är över.

### Fastigheter inte på fast mark

För fastighetsbolag är läget extra utmanande just nu, vilket nog har undgått få med intresse för fastighets- eller finansmarknad. Är man gammal nog minns man kanske raset i Tuve. Det som föreföll fast mark på Hisingen visade sig vara allt annat än det. Det hela utvecklade sig till en tragisk händelse och faktiskt en av Sveriges värsta naturkatastrofer som tom krävde dödsoffer. Det vore därför både fel och okänsligt att jämföra graden av allvar i fastighetssektorn med denna olyckliga händelse, men likt Tuve-raset kommer utvecklingen på svensk fastighetsmarknad att kräva sina offer och än dröjer det innan svensk fastighetssektor är på fast mark.

Ett extremt negativt nyhetsflöde främst kring Samhällsbyggnadsbolaget har inte gjort omvärlden piggare på den sortens exponeringar. Även svenska banker har setts med viss skepsis på grund av sin exponering mot svenska fastighetsbolag. Det är dock värt att påpeka det som vi tagit upp i en tidigare strategirapport. Nämligen att riskkompensationen via kreditspreaden är betydligt högre på fastighetsbolagens obligationer än på andra. I exemplet i bilden får man nästan 2,5 gånger högre kreditspread på Castellums obligation än på Elektas som är ett halvår längre. Båda har likvärdiga kreditbetyg motsvarande BBB- med Stable Outlook (i Castellums fall Baa3 från Moody's). I början av 2022 var Castellums spread endast cirka 25% högre, men då hade Castellum förvisso ett snäpp bättre rating än nu. Det är ändå en betydande skillnad i prissättningen av risken på dessa obligationer som vi nu ser. Om risken för betalningsinställelse var 2,4 ggr högre i Castellum borde de inte ha samma rating, eller omvänt: med samma kreditrisk skulle de egentligen inte ha olika kreditspread. Antingen är ratingen fel eller så prissätter marknaden risken fel.

### Kreditspreadar Castellum och Elekta



Källa: Aktie-Ansvar

När det gäller obligationer krävs inte en lika stor omsvängning i bolagets fundamentala situation eller utsikter som för att aktiemarknaden ska vädra morgonluft. Det som krävs för den som behåller en obligation till förfall är endast att bolaget klarar att möta sina åtaganden gentemot obligationsinnehavarna. Det är dock även önskvärt att Investment Grade-bolagen inte halkar ner till High Yield under obligationens löptid.

För vissa bolag handlar det just nu om överlevnad. Samhällsbyggnadsbolaget fick t ex nyligen sin rating nedgraderad till CCC+ som en bekräftelse på att de är illa ute. För andra bolag handlar det istället om att försvara eller inte försvara sin status som Investment Grade-bolag vilken långsiktigt ger lägre finansieringskostnader.

Vissa bolag har inte varit i farozonen för att tappa sin Investment Grade-rating, såsom Vasakronan, medan andra hängt lösare. Vasakronan har relativt sett låg belåning och har varit sparsmakad med fastighetsförvärv senaste åren. Ett bolag som haft litet mindre marginal ner till High Yield än Vasakronan, men som gjort allt de kunnat för att ändå hålla sig kvar inom Investment Grade, är Castellum. Det bolaget har förvisso blivit nedgraderat, men har hittills lyckats blidka ratinginstitutet i fråga genom olika åtgärder, inte minst genom att de både har avstått aktieutdelning och gjort en aktieemission där de dessutom fått in en ny större ägare. En avgörande faktor för Castellum har också varit att bolaget gått in i krisen med förhållandevis bra nyckeltal och kreditbetyget BBB, det till säga två steg över High Yield. De har alltså haft "råd" med ett steg nedgradering utan att bli High Yield.



Ett bolag som tvärt om gjorde en helomvändning och kastade in handduken när det gäller att försvara sin Investment Grade status är Fastpartner som tydligen inte tyckt den varit värd att försvara. Den nya bristen på ambition hos bolaget ledde inte bara till nedgradering med ett steg från Baa3 (motsvarande BBB-inom Investment Grade) till High Yields högsta trappsteg BB+ utan även till att bolaget inom loppet av mindre än en månad blev nedgraderat till Ba3 av Moody's (motsvarande BB-) och med Negative Outlook dessutom. Det är en sak att bolaget valt att acceptera långsiktigt högre finansieringskostnader genom att inte försöka försvara sin Investment Grade-rating via t ex ett kapitaltillskott. Det behöver för den skull inte alls betyda att de får allvarliga problem. Bolaget anser sig nämligen ha likviditet att täcka alla obligationsförfallen de närmsta åren. Det blev en viss marknadsreaktion på nedgraderingarna, då den blev större än väntat, men mycket var redan innan dess taget i kreditspreaden på Fastpartners obligationer.

Media har i spåren av problemen i Samhällsbyggnadsbolaget (SBB) siktat in sig på vad de tror kan vara "the next shoe to drop". Det handlar om bolaget Heimstaden AB som är stor ägare i Investment Grade-bolaget Heimstaden Bostad. Det har förvisso gått väldigt snabbt i SBB att hamna där de hamnat, men i Heimstadens ABs fall är det nog troligt att utmaningarna ligger längre fram i tiden. De har förutsättningar att täcka sina förfall och kupongbetalningar åtminstone fram till november 2024, men de lär däremot inte vara med och skjuta till mer kapital i Heimstaden Bostad. De riskerar alltså att bli utspädda där. När det gäller Heimstaden Bostad har bolaget en helt annan ägarbild än SBB med Alecta (38%), Folksam samt Ericsson och Sandviks pensionsstiftelser i ägarkretsen utöver Heimstaden AB (38%). Eftersom Heimstaden Bostad äger bostadsfastigheter vilka kännetecknas av stabil, men låg, direktavkastning så är bolaget extra räntekänsligt. Dessutom betalade de dyrt för fastighetsportföljen de köpte av Akelius. Den springande punkten blir den övriga (utöver Heimstaden AB) ägarkretsens ambitioner. Hittills har de visat vilja att skjuta till mer aktiekapital så att bolaget har kunnat köpa tillbaka skuld och försvara sin Investment Grade-rating. De har även lyckats utvidga ägarkretsen något med en brittisk pensionsfond. Däremot har ju Alecta blivit litet tilltuffsat efter sina äventyr i USAs bankvärld. Frågan är hur

villiga de är att i egenskap av största ägare fortsätta att dra det största lasset när det gäller Heimstaden Bostad. Å andra sidan vore det väldigt komplicerat för dem att nu försöka krångla sig ur sitt engagemang i Heimstaden Bostad.

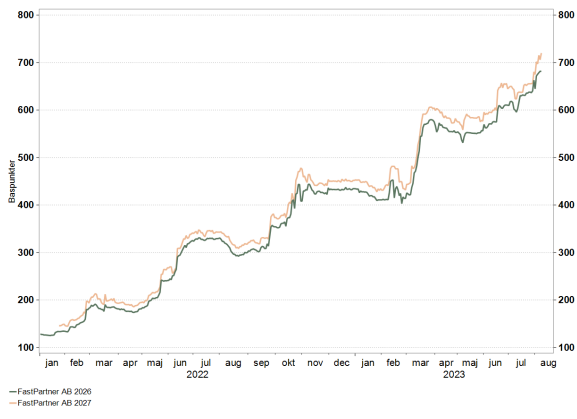
I våra fonder har vi en hel del exponering mot fastighetssektorn på grund av den riskkompensation obligationerna erbjuder. Vi har dock bara en mycket liten exponering (under 0,5%) mot SBB som uppstod när SBB köpte ett bolag vars obligationer vi hade i Aktie-Ansvar Räntestrategi sedan tidigare. Däremot har vi i fonderna exponering mot flera andra fastighetsbolag däribland de som nämns här (Vasakronan, Castellum, Heimstaden och Fastpartner).

I Vasakronan får man "bara" 150 punkter i kreditpåslag på en obligation som inte förfaller förrän 2028, men det är faktiskt 4 ggr mer än motsvarande obligation från Vasakronan gav i september 2021. En ränta på nästan 5,5 % på en 5-årig grön obligation utgiven av ett bolag med A-rating, och med stark hållbarhetsprofil, ägt av en statlig AP-fond är sannerligen inte fy skam.

Castellum har varit en favorit ett tag nu som vi fortsätter att se värde i. Där borde kreditspreadarna kunna minska ytterligare i förhållande till andra bolag. Det skiljer t ex fortfarande ca 150 punkter till Humlegården (BBB+). Castellum har verkligen levererat på många punkter och förtjänar att uppmärksammas för det. De har för inte så länge sedan belönats med att få sin BBB-rating med Stable Outlook bekräftad av Moody's.

I Fastpartner sålde vi lyckligtvis korta obligationer nära par (alltså nära kurs 100) i Aktie-Ansvar Avkastningsfonden i slutet av förra året och hade litet mindre exponering ett tag. Vi gick senare i bägge fonderna in i bolagets längre obligationer när de "spreadat isär" (dvs deras kreditspread ökat) ordentligt även om det skedde något innan den sista isärspreddningen som drabbade oss negativt. Totalt sett har exponeringen mot bolaget hittills år fram till slutet av juli givit ett nära nog neutralt bidrag i fonderna trots det som hänt i bolaget (eller inte hänt kanske man ska säga). Däremot ser vi potential framåt då kreditspreadarna på 2026 och 2027 förfallen ligger på hela 600-700 punkter utöver den underliggande räntan på strax under 4 %. Där är vi nu alltså uppe i en tvåsiffrig obligationsränta inklusive kreditspreaden.

## Kreditspreadar Fastpartner



Källa: Aktie-Ansvar

Det ligger nära till hands att tro att Heimstaden ABs hybrid i SEK inte kommer att återköpas på första möjliga återköpsdatum som infaller i november 2024 utan får leva vidare, helt enligt villkoren, och på obestämmd tid så att företaget ska slippa söka annan finansiering för att lösa hybriderna. Helst skulle de som investerat i SEK hybriderna se att den återköptes på kurs 100 i november 2024 så att de kan åtnjuta en kursuppgång på över 100%, men det är alltså inte troligt. Just den obligationen har vi inte i portföljerna, men vi har ett litet innehav i deras hybrid i EUR som enligt villkoren ändå inte kan återköpas förrän tidigast 2026. Om SEK hybriderna inte återköps i november 2024 är det mindre positivt för innehavarna, men faktiskt positivt för den seniora obligation med förfall 2025 som vi också har i en av fonderna.

I marknadsslang används ibland uttrycket "dead cat bounce", men det kan vara på sin plats att påminna om en annan sak som har med katter att göra, att en levande och frisk katt alltid landar på fötterna. Dock finns ett virus som kan drabba katter, nämligen det som ger dem så kallad vingelsjuka där katterna tappar sin sans och balans. Än är det för tidigt att räkna de överlevande katterna i fastighetssektorn efter denna räntehöjningscykel, men ett betydande antal fastighetsbolag kommer att ha landat på fötterna, om än litet vimmelkantiga, när denna för sektorn jobbiga period en dag summeras.

*Den här strategirapporten publicerades den 14 augusti 2023.  
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 7 augusti 2023.*



**MARIA LJUNGQVIST**

Maria Ljungqvist har 26 års erfarenhet varav drygt 21 år från kapitalförvaltning i olika roller. De senaste nio åren har hon arbetat med inriktning mot räntebärande placeringar och de senaste sex åren som förvaltare. Sedan hösten 2020 är Maria även portföljförvaltare och ansvarig för ränteförvaltningen på Garantum.

### Vill du fördjupa dig ännu mer i Marias syn på marknaden?

Det gör du enklast via hennes månadsrapporter, strategirapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev.