

STAFF MEMO

Bankenes utlån til næringseiendom – en kilde til systemrisiko?

NR. 11 | 2018

Marius Hagen, Ida Nervik Hjelseth, Haakon Solheim og Bjørn Helge Vatne, Finansiell stabilitet, Norges Bank



NORGES BANK

Staff Memo inneholder utredninger og dokumentasjon skrevet av Norges Banks ansatte og andre forfattere tilknyttet Norges Bank. Synspunkter og konklusjoner i arbeidene er ikke nødvendigvis representative for Norges Bank

NORGES BANK
STAFF MEMO
NR 11 | 2018

BANKENES UTLÅN TIL
NÆRINGSEIENDOM – EN
KILDE TIL SYSTEMRISIKO?

© 2018 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

ISSN 1504-2596 (online)

ISBN 978-82-8379-060-3 (online)

Bankenes utlån til næringsseidom

– en kilde til systemrisiko? *

Marius Hagen, Ida Nervik Hjelseth, Haakon Solheim og Bjørn Helge Vatne
Finansiell stabilitet. Norges Bank[†]

15. januar 2019

Utlån til næringsseidom utgjør nesten halvparten av bankenes utlån til ikke-finansielle foretak. Disse lånene har normalt lave tap i gode tider, men har vist seg som en av de største kildene til tap i bankene under finansielle kriser. Det er ofte dårlig samsvar mellom løpetiden på bankenes utlån til næringsseidom og eiendommens levetid. Det er derfor en risiko for at bankene ikke i tilstrekkelig grad priser inn tapene på næringsseidom under kriser. Videre argumenterer vi for at det er særlig innen kontoreidom at den finansielle risikoen er høy. Dagens situasjon i Oslo er preget av høye priser. Det er høy arealutnyttelse og det har vært bygd lite de siste årene. Strukturelle faktorer bidrar til å redusere nybygging på spekulasjon. Stram tilbudsside kan bidra til å redusere risikoen for en stor prisjustering selv om avkastningskravet skulle gå opp.

1 Innledning

Næringsseidomsforetak eier og forvalter eiendommer til for eksempel kontor, handel, hotell og logistikk. Selskaper innen næringsseidom er kjennetegnet av høy gjeld i forhold til både omsetning og inntjening¹ sammenlignet med andre næringer. Se boks på neste side for en beskrivelse av hvordan næringsseidom er definert.

Banker er den klart viktigste kilden til ekstern finansiering.² Obligasjongjeld har likevel fått en viktigere rolle de siste årene. Utlån til næringsseidom er også viktig for bankene. Totalt er nesten halvparten av bankenes utlån til ikke-finansielle foretak til næringsseidomsforetak.

Historisk har næringsseidom vært en sentral kilde til problemer i bankene under finansielle kriser. Det er derfor viktig å forstå når risiko bygger seg opp i næringsseidom. De siste årene har prisen på næringsseidom i Oslo vokst kraftig. Historisk har kriser ofte kommet etter perioder med høy prisvekst. Det gjør det særlig viktig å følge dette markedet nå. Vi drøfter risikofaktorer knyttet til næringsseidom, mulige kilder til hvorfor slike lån kan bidra til systemrisiko og noen utviklingstrekk i dagens marked.

*Synspunkter og konklusjonene i denne publikasjonen er forfatterenes egne, og ikke nødvendigvis representative for Norges Bank. Vi takker Henrik Borchgrevink, Nina Midthjell Larsson og Torbjørn Hægeland for gode kommentarer og innspill.

[†]Kontaktperson Haakon Solheim

¹Inntjening er definert som ordinært resultat før skatt.

²Ved utgangen av 2017 var fordelingen mellom banklån og obligasjongjeld henholdsvis 88 og 12 prosent. I 2013 var obligasjonsandelen 4 prosent.

Om næringseiendom

Næringseiendom ligger i Nasjonalregnskapet under betegnelsen «Omsetning og drift av eksisterende eiendom». Næringen består av tre undergrupper:

- Kjøp og salg av egen fast eiendom
- Utleie av egen eller leid fast eiendom
- Omsetning og drift av fast eiendom på oppdrag

Næringen domineres av utleie av eiendom, til for eksempel kontor-, handels-, hotell- og logistikkformål. De fleste utleieforetak eier byggene som leies ut, og næringseiendom er derfor kapitalintensiv. Direkte produksjon^a fra næringen utgjorde i 2017 om lag 4 prosent av samlet produksjon i Fastlands-Norge, og over 40 prosent av ikke-finansielle foretaks samlede bank- og obligasjonsgjeld.

^aProduksjon innen utleie vil domineres av beregnet utleieverdi av arealet.

2 Risikofaktorer innen næringseiendom

Generelt er det to typer risiko som kan slå et selskap konkurs:

- Likviditetsrisiko: Selskapet klarer ikke å betale løpende utgifter
- Solvensrisiko: Selskapet har negativ egenkapital

Kombinasjonen av høy gjeldsgrad, høy kapitalintensitet og utleie av eiendom gjør at resultatregnskapet til selskaper innen næringseiendom domineres av (i) leieinntekter, (ii) rentebetalinger og (iii) verdiendringer på eiendommene. Foretakenes likviditet vil være truet ved fall i leieinntekter og/eller økte rentebetalinger. Dersom inntektene faller for et gitt rentenivå, vil utgiftene være lite fleksible på grunn av høy gjeldsgrad. Nedskrivninger, normalt som følge av verdiendringer på eiendommene, kan gi store svingninger i det løpende resultatet. Ved kraftige prisfall kan nedskrivninger potensielt utradere egenkapitalen, se rammen på side 10 for en nærmere beskrivelse. Siden dette ofte er selskaper med begrenset ansvar, vil aksjonærene ha gode grunner til å vurdere grunnlaget for videre drift. En siste risiko er knyttet til refinansiering av lån. Dette kan være særlig kritisk for næringseiendom fordi gjeldsandelen er høy og lånekontrakter ofte er korte sammenlignet med eiendommens levetid.

Renterisiko

I forkant av finanskrisen vokste gjelden i næringseiendom mer enn omsetningen. Gjeld som andel av omsetning har siden holdt seg på et stabilt høyere nivå. Det høye gjeldsnivået gjør næringseiendomsforetak sensitive for renteøkninger. Analyser Norges Bank har gjort, viser at næringseiendomsforetakenes inntjening i 2017 ville blitt svekket like mye av en renteøkning på 1 prosentenheter som av et

fall i omsetningen på 3 prosent, se figur 1a, se også Norges Bank (2018)). For næringer som ikke er engasjert i eiendom, utgjør 1 prosentenhets renteøkning kun 0,1 prosent av omsetningen.

Foretak med svak inntjening er særlig sensitive overfor renteøkninger. Konsernregnskapsdata³ viser at andelen gjeld i foretak med negativ inntjening i gjennomsnitt har ligget litt over 20 prosent for næringseiendom, se figur 1b. Figuren viser at andelene øker noe dersom foretakene påføres renteøkninger på 1 og 2,5 prosentenheter. Økningen blir betydelig når renten økes med 5 prosentenheter. Siden gjeldsnivået har økt, er næringseiendomsforetakene betydelig mer sensitive overfor store renteøkninger nå enn tidlig på 2000-tallet.

Rentefølsomheten må vurderes i lys av næringsspesifikke faktorer, som nivået på gjennomsnittlige marginer, bruk av rentebinding og mulighet til å endre priser. Næringseiendomsselskaper har typisk lange leiekontrakter og binder ofte renten på deler av gjelden over leiekontraktens løpetid. Målt i volum har om lag halvparten av obligasjonene utstedt av næringseiendomsforetak de siste årene hatt fastrente, se figur 1c. Volumvektet gjennomsnittlig løpetid har variert mellom 6 til 9 år.

Næringseiendom er også kjennetegnet av at driftsmarginen i prosent av omsetning er høy i normale tider. Næringseiendomsselskaper kan derfor være mindre sårbare for renteøkninger enn den høye gjeldsandelen skulle tilsi. I dagens situasjon med god inntjening vil de fleste næringseiendomsselskapene trolig kunne tåle en moderat renteøkning, men dersom rentene stiger markert og omsetningen faller, vil tapsrisikoen øke betydelig.

Risiko knyttet til ulike typer eiendom

Næringseiendom domineres av foretak som leier ut til kontor, handel, hotell og logistikk. Det er forskjeller mellom de ulike segmentene, og kredittrisikoen vil derfor også variere.

En betydelig andel av bankenes eksponering mot næringseiendom er trolig knyttet til kontor. Kjøp og salg av kontor utgjør normalt en stor andel av samlet transaksjonsvolum i næringseiendom, og verdien er forholdsvis høy siden en betydelig andel av kontormassen er lokalisert i de store byene (Akershus Eiendom AS (2018) og Hagen (2016)). Mye av kontorarealet er lokalisert i Oslo. Ifølge private analysemiljøer er det om lag 50 prosent mer kontorareal i Oslo enn i Bergen, Trondheim og Stavanger til sammen. DNB er banken med mest utlån til næringseiendom, med en markedsandel på rundt 25 prosent (Hagen (2016)). Av DNBs eksponering mot næringseiendom utgjør kontor om lag halvparten (DNB Group (2018)).

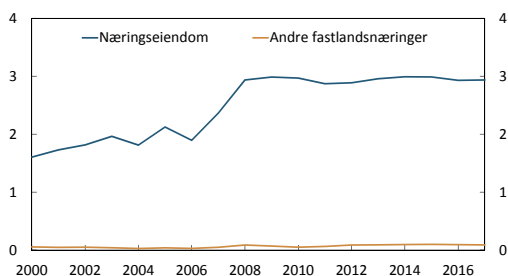
Kontor eies i stor grad av andre enn de som bruker det, og leietakers identitet eller merkevare er normalt ikke spesielt knyttet til bygget. Eierskapet av kontor er spredt, og det er en betydelig andel finansielle investorer, særlig sentralt i de største byene (Folketrygdfondet (2014)).

Leien innen kontor blir fastsatt ved kontraktinngåelse og blir justert til markedsleie først når ny leiekontrakt signeres. Når en leiekontrakt er inngått, har utleier normalt en sikker inntekt i kontraktsperioden. Risikoen i kontraktsperioden er knyttet til at leietaker går konkurs. Når leiekontraktene løper ut, vil risikoen være knyttet til utviklingen i markedsleie og arealledighet. Leieprisene på nye kontrakter er som oftest konjunktursensitive og forholdsvis nært korrelert med utviklingen i sysselsettingen. Foretak med en spredt utløpsprofil på sine leietakere vil være mindre

³Fordi gjeld og inntjening er splittet i mange selskaper med kompleks konsernstruktur, er det hensiktsmessig å se på regnskap som viser konsernene som helhet i øvelser hvor informasjon innad i hvert enkelt selskap blir brukt.

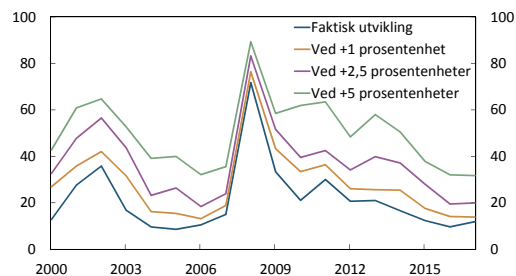
Figur 1

(a) Netto økte rentekostnader ved 1 prosentenheter høyere rente som andel av omsetning. Prosent. 2000 – 2017



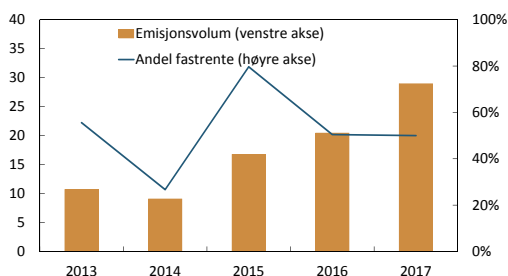
Kilde: Norges Bank

(b) Andel av gjeld i konsernselskaper innen næringseiendom med negativ inntjening ved ulike rentekninger. Prosent. 2000 – 2017



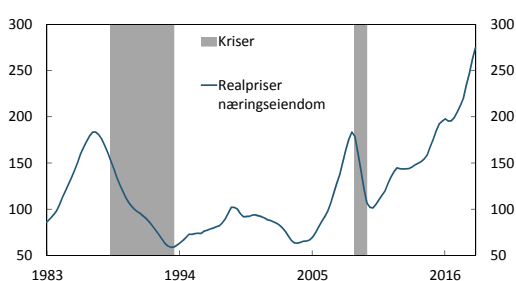
Kilde: Norges Bank

(c) Næringseiendomsforetaks utstedelser i det norske obligasjonsmarkedet og andelen av volumet med fastrente. I mrd. kr og prosent. 2013 – 2017



Kilde: Stamdata

(d) Realpriser på næringseiendom.¹ Indeks. 1998=100. 1. kv. 1983 – 2. kv. 2018



1) Beregnede reelle salgspriser per kvm. på de mest attraktive kontorlokalene i Oslo. Deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig salgpris siste fire kvartaler.
Kilder: CBRE, Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

sårbar for fall i leiepriser og økt arealledighet. Sentralt beliggende eiendommer er normalt attraktive fordi de har liten risiko for arealledighet og oppfattes som mest likvide.

Utleie til handel er et stort segment som blant annet består av kjøpesentre, store enkeltstående butikker og handelslokaler i eiendom med blandet utleie. Eierskapet av kjøpesentre er konsentrert og et fåtalls aktører eier en betydelig andel av samlet eiendomsverdi innen dette segmentet. For annen handel er eierskapet mer spredt (Folketrygdfondet (2014)). Leiekontraktene innen handel skiller seg fra kontor ved at leien ofte er knyttet til leietakers omsetning, men gjerne med et fastsatt minstebeløp for leien (Investing in Norway (2018)). Svingninger i leietakers omsetning kan derfor påvirke eiers leieinntekter direkte. Samtidig gir det leietaker en buffer som reduserer sannsynligheten for konkurs.

Både eiere og leietakere vil trolig være mer stedbundet innen handel enn kontor. Det tar ofte tid å få fotfeste for handelsaktører. Ved flytting risikerer handelsaktører midlertidig å miste kunder. Det vil trolig knytte leietaker og eier tettere sammen enn hva som normalt er tilfelle innen kontor. Eiere

innen handel er i større grad industrielle investorer enn innen kontor, som normalt vil ha mer fokus på aktiv drift og utvikling av eiendommen.

I senere år har det vært sterk vekst i netthandelen (Halvorsen (2018)). Kjeder som Enklere Liv, Tilbords og Habitat har gått konkurs. I tillegg har mange velkjente kjeder hatt problemer, som Nille, Jernia og Power (UNION (2018b)). Den sterke veksten i netthandel kan på sikt føre til at flere butikkjeder kommer i utfordringer og etterspør mindre handelsareal. Det kan potensielt føre til et markert fall i markedisleien for handelslokaler. Selv om dette er en trend som bør være ventet for långiver og allerede priset inn i lånekontrakten, er det en risiko for at nedgangen i handelsnæringen og tapene for långivere blir større enn de venter.

Eierskapet innen hotell domineres av noen få aktører. Også innen hotell benyttes ofte omsetningsbasert leie kombinert med en nedre grense (Investing in Norway (2018)). Noen få selskaper drifter de fleste hotellene i Norge. Disse aktørene eier også i en del tilfeller eiendommen selv.

For hotell er det en stor kostnad å bytte lokaler, og en betydelig merkevareverdi i å opprettholde drift på samme sted gjennom nedgangskonjunkturer. Både leietaker og eier har trolig et mer langsiktig perspektiv enn innen kontor, og det kan bidra til at eier blir mer opptatt av å holde på eiendommen også gjennom dårlige tider. Det kan redusere risikoen ved utlån til hotell. Samtidig medfører en omsetningsbasert leie at det blir større svingninger i inntjeningen. I tillegg er konsentrasjonsrisikoen høy siden eierskapet i næringen er konsentrert.

Store logistikkbygg kjennetegnes av at det er relativt få leietakere, og disse inngår normalt store leieavtaler (UNION (2018b)). Mye logistikkareal er lokalisert langs motorveien i områder utenfor Oslo. Enklere tilgang på tomter enn i byene og kort byggetid har bidratt å holde leieprisene nede. Innen lager- og kombinasjonseiendommer er leietakerne typisk mindre. Fremveksten av netthandel har ført til økt etterspørsel etter både lager- og logistikkbygg.

Vår samlede vurdering er at risikoen er størst innen kontoreiendom. Det skyldes den høye andelen finansielle investorer innen kontor og at leietaker og eier i mindre grad er knyttet sammen. I tillegg har bankene trolig mye utlån til kontor. I andre typer næringseiendom er eierne av mer industriell karakter. Det vil sannsynligvis dempe systemrisikoelementet knyttet til sårbarhet i perioder med sterke fall i eiendomspriser fordi de har et mer langsiktig perspektiv i drift og eierskap. Samtidig kan den sterke veksten i netthandel skape utfordringer for handelseiendom på sikt, og innen kjøpesenter og hotell er konsentrasjonsrisikoen høy.

Risiko for prisfall

Næringseiendom eies normalt i form av aksjeselskaper. Eiendom omsettes oftest i form av aksjer i disse selskapene istedenfor ved salg av selve eiendommen. Salg av næringseiendom vil derfor ikke tinglyses på samme måte som ved salg av bolig. Det eksisterer derfor ikke rene salgsprisindekser for næringseiendom. Kontor har høyt transaksjonsvolum sammenlignet med de andre segmentene, og flere markedsaktører lager anslag på avkastningskravet for kontoreiendom i Oslo. Implisitte salgspriser kan beregnes ved å ta dagens markedisleie delt på avkastningskravet, se Hagen (2016) for en nærmere beskrivelse. På grunn av mangel på god prisstatistikk, vet vi forholdsvis lite om utviklingen i salgsprisene på hotell, større handelsbygg og logistikkbygg. Den videre drøftingen vil derfor primært være knyttet til risiko for fall i salgsprisene på kontorbygg.

Figur 2

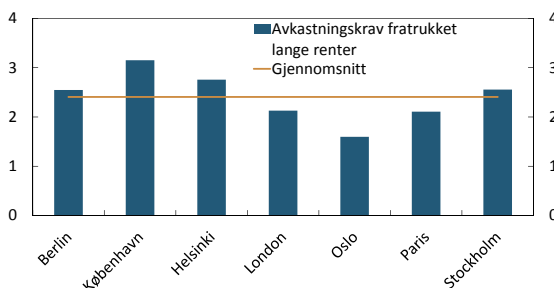
(a) Avkastningskrav for de mest attraktive kontorlokalene i Oslo fratrukket lange renter¹. Prosent. 1. kv. 2000 – 2. kv. 2018



1) 10-års statsrenter.

Kilder: CBRE, OECD og Norges Bank

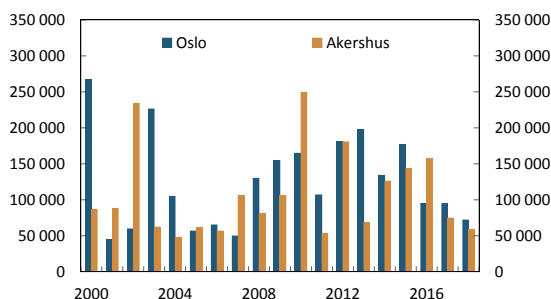
(b) Avkastningskrav for de mest attraktive kontorlokalene i europeiske byer fratrukket lange renter¹. Prosent. 2. kv. 2018



1) 10-års statsrenter.

Kilder: CBRE, OECD og Norges Bank

(c) Fullførte kommersielle næringsbygg¹ i Oslo og Akershus. Antall kvm. 2000 – 2018²



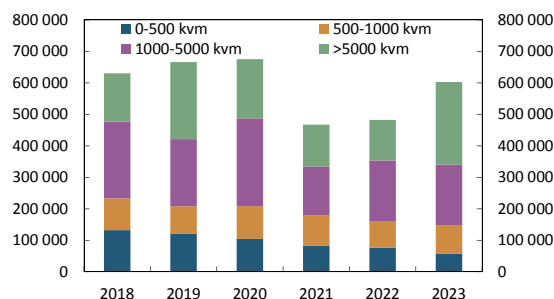
1) Forutsatt at følgende bygg er kommersielle:

kontor-, forretnings- og restaurantbygg og bygg for overnatting.

2) For 2018 er det antall kvm. bygd t.o.m 3. kv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

(d) Leiekontrakter innen kontor som løper ut fordelt på størrelse. Antall kvm. Per 3. kv. 2018



Kilde: Arealstatistikk

Historiske erfaringer fra Norge og andre land viser at prisen på kontorbygg ofte har vokst mye forut for kraftige prisfall. Når sterk prisvekst sammenfaller med at bankene øker utlånene til næringsseidom, kan kredittrisikoen på bankenes utlån til næringsseidomsforetakene øke.

Salgsprisene på kontoreidom i Oslo har det siste tiåret vokst markert, se figur 1d. Også kredittveksten har vært nokså høy (Norges Bank (2018)). Det øker faren for et fall i salgsprisene hvis rentenivået øker eller hvis etterspørselen etter kontorlokaler faller. De siste årene har imidlertid bankene økt kravet til egenkapitalandel for utlån med pant i kontorbygg sentralt i Oslo (UNION (2018b)). Det bidrar til å moderere kredittrisikoen på utlånene.

Erfaring viser at i perioder før kriser har avkastningskravet nærmet seg nivået på lange renter. I årene før finanskrisen falt avkastningskravet i en rekke europeiske byer, mens lange renter var nokså stabile (Hagen og Hansen (2018)). Det indikerer at risikopremien falt og kom etter hvert ned på et lavt nivå. Ved en reprising av risikopremien tilbake til mer normale nivåer, vil salgsprisene falle. Forskjellen mellom avkastningskravet for kontorer i Oslo og lange renter er nå noe under snittet siden årtusenskiftet, se figur 1d. Sammenlignet med utvalgte store europeiske byer hadde Oslo i 2. kvartal 2018 det laveste avkastningskravet sett i forhold til rentenivået, se figur 2b. Det kan tyde på

at risikopremien er relativt lav i Oslo.

En annen risikofaktor er en brå nedgang i leieprisforventningene. Salgsprisen vil stige når eiendomsaktørenes forventninger til fremtidige leiepriser stiger. Dersom forventningene endres, kan prisene falle markant. Leieprisforventningene i europeiske byer har historisk blitt påvirket av hva den faktiske veksten i leieprisene har vært (Hagen og Hansen (2018)). I perioder med høy vekst i leieprisene har også forventningene steget. Økte leieprisforventninger var trolig en av årsakene bak den sterke veksten i salgsprisene før finanskrisen. Oslo har de siste to årene opplevd høy leieprisvekst. Samtidig har forventningene til fremtidig vekst steget (Investment Property Forum (2016) og Investment Property Forum (2018)). Økte leiepriser kan gjøre det mer attraktivt å sette opp nybygg. Byggeaktiviteten i Oslo har imidlertid vært moderat til tross for god utvikling i leiemarkedet, se figur 2c. Den nokså moderate nybyggingsaktiviteten i senere år har trolig bidratt til økte leieprisforventninger.

Risikoen kan også øke når avkastningskravet for kontor med ulik risiko konvergerer. I årene før finanskrisen nærmet avkastningsnivået for ulike europeiske byer seg, Hagen og Hansen (2018). Investorer på jakt etter avkastning presset trolig avkastningskravene ned i mindre attraktive byer slik at de nærmet seg kravene i de mer attraktive byene. I Oslo har avkastningskravet for prestisjelokaler flatet ut de siste årene, mens avkastningskravet for mer normal eiendom har fortsatt å falle (DNB Næringsmegling (2018b)). Differansen i avkastningskrav er imidlertid fortsatt betydelig høyere enn i årene før finanskrisen. Ifølge DNB Næringsmeglings investorundersøkelse har høye priser på kontoreiendom i Oslo bidratt til at flere investorer nå vurderer å investere i kontoreiendom i Trondheim, Bergen og Stavanger for å få høyere avkastning (DNB Næringsmegling (2018a)).

Perioder med høy prisvekst og høye leiepriser gir insentiver til å øke nybyggingsaktiviteten. I Norge gjør reglene for beregning av merverdiavgift at eiendomsutvikler har sterke insentiver til å vente med å bygge til leiekontrakter er signert.⁴ Det bidrar til å stabilisere tilbudet av nye næringsbygg ved å sikre at nybygg har høy utnyttelsesgrad. Men det kan også bidra til at bygging konsentreres om perioder når mange leiekontrakter utløper, med risiko for at eldre kontorlokaler blir stående tomme. Det er noe variasjon i når store leiekontrakter løper ut i Oslo, se figur 2d. Det noe høyere volum i 2019 og 2020 enn i 2021 og 2022, men samlet sett virker fordelingen av kontrakter å være nokså balansert. Markedsaktører forventer relativt lavt volum av fullførte kontorbygg i 2019, men at det vil øke en del i 2020 (Entra (2018)). Samlet sett vurderer vi risikoen for vesentlig overskuddstilbud på kort- og mellomlang sikt som moderat.

Næringseiendom som er attraktiv for å konvertere til boligformål vil kunne ha lavere risiko for prisfall. Prisene på bolig og næringseiendom samvarierer selv om det er forskjellige produkter. Det skyldes at konvertering over tid bidrar til en viss konvergering i prisene. Risikoen for prisfall vil isolert sett være lavere for næringseiendom som er attraktive for boligformål, i første rekke eiendom beliggende i områder med høye boligpriser. Mange kontorbygg med relativt sentral beliggenhet i Oslo har de senere årene blitt konvertert til bolig. Det har sammenheng med sterk boligprisvekst de siste årene.

⁴I Norge gis det under visse betingelser fradrag for inngående merverdiavgift dersom det er signert leiekontrakter innen seks måneder etter at bygget er ferdigstilt. Dersom bygget står tomt og leiekontrakter først signeres på et senere tidspunkt, vil opptil 1/10 av inngående merverdiavgift kunne fradragføres årlig i opptil ti år.

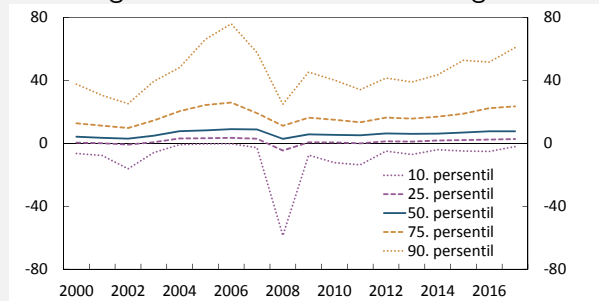
Krav til verdsetting i regnskapet kan bidra til å forsterke konjunktursvingninger i rapportert inntjening

Inntjeningen i næringsseidom, målt som ordinært resultat før skatt, har historisk vært konjunktursensitiv. Andelen av gjelden som lå i foretak med negativ inntjening, var høy både i 2001–2003 og i 2008–2009 (se figur 1b). I 2008 var over 70 prosent av gjelden til næringsseidom i foretak med negativ inntjening. I årene før var andelen kun 10-15 prosent. En viktig årsak til dette er at større verdiendringer på investeringseiendommer slår hardt inn i resultatet. En nedskrivning etter et prisfall på 10 prosent kan for eksempel tilsvare dobbelt så mye som periodens leieinntekter. Norsk regnskapslov forbyr oppskrivning av anleggsmidler, men det er påbudt å nedskrive anleggsmidler til virkelig verdi ved verdifall som ikke forventes å være forbigående. Ved stigende eiendomspriser vil resultatet normalt ikke påvirkes, unntaket er hvis verdien av eiendommen tidligere har blitt nedskrevet.

Børsnoterte foretak har siden 2005 hatt plikt til å føre konsernregnskapet etter internasjonale regnskapsstandarder (IFRS). Børsnoterte næringsseidomsforetak er få i antall, men utgjør en betydelig del av verdiene i næringen. Under IFRS har foretakene anledning til å føre investeringseiendommer til virkelig verdi. Det vil si at man til enhver tid inntektsfører og kostnadsfører endringer i verdiene på eiendommene. Økninger i eiendomsverdier gir høyere regnskapsmessig inntjening. Oppskrivninger i gode tider bidrar til at prisfall i påfølgende dårlige tider gir større nedskrivninger enn hva som er tilfelle under norsk regnskapslov.

Figuren nedenfor viser resultatgrad for konsern innen næringsseidom. I oppgangsårene før finanskrisen var flere av de store næringsseidomsforetakene som benytter IFRS, blant de med aller høyeste resultatgrad, typisk i 90. persentil. I 2008 hadde de samme selskapene resultatgrad i nedre 10. persentil. Vektet utgjør disse en stor andel av foretakene og bidrar dermed til å skape forholdsvis stor regnskapsmessig volatilitet gjennom perioden.

Resultatgrad¹ for konsern innen næringsseidom. Prosent. 2000 – 2017



1) Ordinært resultat før skatt som andel av driftsinntekter.

Kilde: Norges Bank

Risiko knyttet til finansiering

Det er også risiko knyttet til måten næringsseidom finansieres. Finansiering av næringsseidom kan minne om finansiering av bolig, med relativt lang nedbetalingstid og stor vekt på verdien av

pantet relativt til størrelsen på lånet (LTV). Det er imidlertid to viktige forskjeller fra boliglån:

- Løpetiden på lånet er normalt betydelig kortere enn hvor lang tid det vil ta å nedbetale lånet med avtalt avdragsstruktur. Normalt er lånets løpetid ved bankfinansiering på rundt 3 til 5 år, mens ved obligasjonsfinansiering er løpetiden oftest noe lengre (Due (2018) og Investing in Norway (2018)). I obligasjonsmarkedet betales det normalt ikke avdrag, mens ved bankfinansiering kan det være krav til avdragsbetaling. Når lånet forfaller, skal utestående lån tilbakebetales som en samlet betaling.
- Kravet til LTV i banker er normalt strengere enn for bolig og vil variere betydelig fra prosjekt til prosjekt. For et standard kontorbygg sentralt i Oslo har LTV-kravet ligget på rundt 60 prosent de siste årene (UNION (2018a)).

Ubalanse mellom lengden på lånekontrakten og nedbetalingstiden medfører en refinansieringsrisiko. Dersom banken ikke ønsker å fornye lånet, må næringseiendomsforetaket prøve å refinansiere lånet i en annen kredittinstitusjon eller i obligasjonsmarkedet. Mislykkes foretaket, må banken vurdere om den vil forlenge lånet ellers må næringseiendomsforetaket selge eiendommer for å nedbetale gjelden. Hvis salgsprisen ikke dekker utestående gjeld, må banken ta tap. Forutsatt et LTV-krav på 60 prosent og avdragsfrihet, vil banken ta tap dersom prisen på eiendommen faller mer enn 40 prosent. Det kan være vanskelig å få refinansiert eller finansiert kjøp av eiendom når bankene har tatt eller står i fare for å ta tap på næringseiendom.

Det blir rapportert om at banker nå i større grad enn tidligere gir lånekontrakter med kortere løpetid, men vi har ikke tilstrekkelig data til å si noe eksakt om hvor utbredt dette er (Estate (2015)). Regler for likviditetsrisiko gir en gevinst av å ha likvide eiendeler, og kortere løpetid kan derfor gi grunnlag for billigere finansiering. Kapitaldekningsregelverket kan også gi banker som benytter interne risikomodeller, såkalte IRB-banker, insentiv til å holde løpetiden lav på sine utlån. Det skyldes at under den avanserte IRB-metoden øker kapitalkravet med løpetiden på lånene.⁵

3 Tap på lån til drift av næringseiendom og mulig systemrisiko

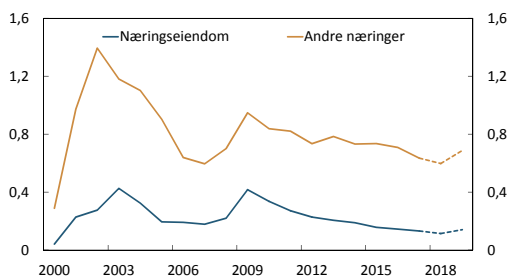
De siste 20 årene har vært preget av stigende eiendomspriser, og kredittrisikoen på lån til næringseiendom har vært lav, se figur 3a. De siste ti årene har tapene på utlån til næringseiendom i Norge i gjennomsnitt vært under 20 prosent av samlede tap på lån til ikke-finansielle foretak, se figur 3b. Det er betydelig lavere enn næringens andel av samlede utlån. Tapsandelen i næringseiendom er lavere enn i de fleste andre næringer banker har store utlån til.

Historisk har imidlertid næringseiendom vært en sentral kilde til problemer i bankene under finansielle kriser. Erfaringen fra bankkrisen i Norge tidlig på 1990-tallet var at tap (og forventet nedskrivning) av næringseiendoms lån var en viktig faktor bak problemene i de store norske bankene. Vi vet at dette også gjelder for andre land. I USA var mislighold på næringseiendom betydelig høyere enn mislighold på andre foretakslån både under krisen på begynnelsen av 1990-tallet og under finanskrisen i 2008-2009, se figur 3c.

⁵Merk at per i dag vil dette ha liten betydning for faktisk kapitaldekning, siden Basel-I gulvet binder for de fleste norske IRB-bankene. Bankene kan likevel allerede nå tilpasse seg i forventning om at gulvet vil bli borte.

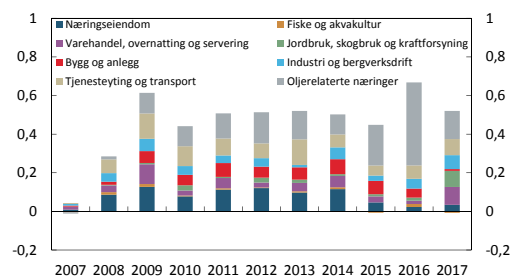
Figur 3

(a) Estimert kredittrisiko¹ per næring. Prosent. 2000 – 2019²



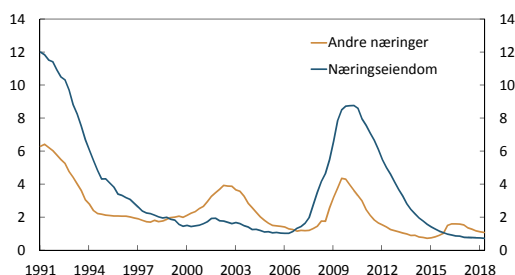
1) Estimert konkursutsatt bankgjeld per næring som andel av total bankgjeld i næringen.
2) Modellanslag for 2018 og 2019.
Kilde: Norges Bank

(b) Bankenes utlånstap¹ til foretak som andel av totale utlån til foretak. Bidrag fra hver næring². Prosent. 2007 – 2017



1) Alle banker i Norge unntatt filialer av utenlandske banker. Nordea er inkludert i alle år.
2) Enkeltnæringer er omklassifisert for å skille ut oljerelaterte næringer.
Kilde: Norges Bank

(c) Mislighold på næringslån i USA som andel av lån til næringen. Kvartalsvis. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 1991 – 2. kv. 2018



Kilder: FRED database og Federal Reserve St. Louis

Et kjennetegn ved finansielle kriser er kraftige priskorreksjoner på eiendom. Kraftig prisfall på eiendom vil, som påpekt i rammen på side 10, påvirke næringseiendomsforetak ved at nedskrivninger gir negative resultater. Lavere verdi på eiendeler kan i sin ytterste konsekvens gi negativ egenkapital. Under finanskrisen i USA var det svært tett korrelasjon mellom en korreksjon i næringseiendomspriser og økningen i tap på næringseiendomsforetak.

Dette blir forsterket av at gjennomsnittlig prisfall ikke vil gi en god beskrivelse av risikoen i en slik situasjon. Når prisene faller med 30 prosent, slik tilfellet var i USA i perioden 2008 til 2010, er det grunn til å tro at det er stor spredning mellom ulike objekter. Mange eiendommer vil nedskrives med betydelig mer enn 30 prosent. Selv foretak med relativt lav belåningsgrad før prisfallet kan derfor potensielt komme i problemer i en alvorlig nedgangskonjunktur.

Selv om bankene vet at utlånstap til næringseiendom har vært høye i dårlige tider, kan det være vanskelig å ta høyde for ved prissetting på utlån i normale tider fordi sannsynligheten for krise er lav innenfor lånets varighet. For den enkelte kredittinstitusjon vil derfor «kriserisikoen» knyttet til

en gitt lånekontrakt være lav. Konkurransen mellom långivere kan bidra til at prisen på et gitt lån i liten grad tar inn over seg kostnaden dersom en finansiell krise skulle oppstå. Over tid må imidlertid lånekontraktene rulleres, og noen vil bli sittende med lånekontraktene når krisen inntreffer. Disse vil kunne få store tap. Problemet forsterkes ved at en så stor andel av bankene er eksponert mot næringsseiendom og at problemene i næringen utløses av eiendomsprisfall, som påvirker et bredt sett av aktører samtidig.

En slik systematisk feilprising av lån er et eksempel på markedssvikt. Långiverne tar hensyn til risikoen i egen kontrakt, men ikke til prosjektet over hele dets levetid og ikke til risikoen for smittevirkninger til andre aktører. Selv om prisingen av den enkelte kontrakt kan være bedriftsøkonomisk riktig, kan samtidig risiko på næringsseiendom være feilpriset i et samfunnsøkonomisk perspektiv. Det kan for eksempel bety at prisen på gjeld til næringsseiendom blir for lav i forhold til egenkapital. Dermed blir gjeldsandelen for høy og bankenes relative eksponering for stor. Risikoen forsterkes av at triggeren til risiko er eiendomspriser, som typisk er tett korrelert på tvers av ulike segmenter og på tvers av regioner. Store fall i eiendomspriser vil derfor kunne ramme en stor andel av banksektoren på samme tid. Det kan gi selvforsterkende effekter.

4 Oppsummering

Næringsseiendom har historisk vært en sentral kilde til problemer i bankene under finansielle kriser. Eksponeringen mot næringsseiendom er høy på tvers av norsk banksektor. Siden næringen er sårbar for markante endringer i eiendomspriser, betyr det at banksektoren er eksponert mot en felles variabel. Selv om næringsseiendom er en heterogen næring, har næringen sterke felles drivere. I en alvorlig nedgangskonjunktur vil derfor mange norske banker samtidig kunne stå overfor et negativt sjokk. Utfordringen med lån til næringsseiendom forsterkes av det ofte er dårlig samsvar mellom prosjektets levetid og lånets kontraktslengde. Dette kan bidra til markedssvikt og til feilprising av lånene over sykkelen – med underprising i gode tider (og mulig overprising i dårlige tider). Det kan forsterke systemrisikoelementet.

De siste årene har prisen på sentralt beliggende næringsseiendom i Oslo vokst markert. Historisk har kraftig prisvekst ofte vært etterfulgt av problemer i sektoren. Lav tilgang på nye arealer kan imidlertid bidra til å stabilisere utviklingen i dagens situasjon. Vi finner at særlig utleie av kontor bør vurderes som en finansiell risiko. Andre store utleieklasser, som handel og hotell, har et mer industrielt preg med mer langsiktig perspektiv i drift og eierskap. Det vil sannsynligvis dempe systemrisikoen knyttet til nedsalg i perioder med sterke fall i eiendomspriser. På den annen side preges hotell og kjøpesentre av et fåtalls store eiere, og konsentrasjonsrisikoen er derfor høy. Det er også en fare for at økt internetthandel vil skape utfordringer for handelseiendom på sikt.

Kombinasjonen av sårbarhet mot felles sjokk og mulig markedssvikt understreker behovet for effektiv regulering. Regulering må bidra til at aktørene tar inn over seg risikoen over hele prosjektets løpetid. Det kan for eksempel gjøres ved at beregning av risikovekter og kapitalkrav vektlegger erfaringer fra finansielle kriser. I tillegg bør det unngås at regulering belønner korte lånekontrakter for eiendomsengasjementer.

Referanser

- Akershus Eiendom AS (2018). The Norwegian Commercial Property Market. Market Report Autumn 2018. Online. Url.
- DNB Group (2018). Fact book, third quarter 2018. Online. Url.
- DNB Næringsmegling (2018a). Jakter avkastning i Bergen, Trondheim og Stavanger. Online. Url.
- DNB Næringsmegling (2018b). Market report, 1st half year 2018. Online. Url.
- Due, T. (2018). Hvordan vil næringseiendomsforetak finansiere seg fremover? Presentasjon Finansiell Fagdag, November 2018, Norges Bank, Nordea. Url.
- Entra (2018). Entras konsensusrapport for oktober 2018. rapport oktober 2018, Entra. Url. (in Norwegian).
- Estate (2015). Henger ikke med. Estatenyheter, 17. august 2015. Online. Url.
- Folketrygdfondet (2014). Investering i Næringseiendom. Rapport for Folketrygdfondet, høsten 2014. Online, Akershus Eiendom AS. Url.
- Hagen, M. (2016). Næringseiendom i Norge. Aktuell kommentar 6/2016, Norges Bank. Url.
- Hagen og Hansen (2018). Driving forces behind european commercial real estate prices prior to a fall in share prices. Staff Memo 1/2018, Norges Bank. Url.
- Halvorsen, T. (2018). Husholdningenes netthandel. Dokumentasjonsnotat. Notater 2018/39, Statistisk Sentralbyrå. Url.
- Investing in Norway (2018). Handbook for the Norwegian commercial Real Estate Market. 4. utgave 2018, Akershus Eiendom and Arctic Securities, BAHR, NEWSEC and Estate Media.
- Investment Property Forum (2016). Investment Property Forum European Consensus Forecasts . November 2016, Report. Url.
- Investment Property Forum (2018). Investment Property Forum European Consensus Forecasts,. May 2018, Report. Url.
- Norges Bank (2018). Finansiell stabilitet 2018: sårbarhet og risiko. Finansiell stabilitet rapport, Norges Bank. Url.
- UNION (2018a). UNION Bankundersøkelse. Online. Url.
- UNION (2018b). UNION Markedsrapport Høst 2018. Online. Url.