

STAFF MEMO

Næringseiendomsforetakenes refinansiering og kontantstrømmer i moderne dyrtid

NR. 11 | 2023

CHRISTIAN BJØRLAND



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 | 2023

© 2023 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 -978-82-8379-275-1 (online)

Næringseiendomsforetakenes refinansiering og kontantstrømmer i moderne dyrtid*

Christian Bjørland

Norges Bank, Finansiell stabilitet

Mai 2023

Sammendrag

Norske banker har betydelig eksponering mot næringseiendom, og utviklingen i næringen er viktig for finansiell stabilitet. Økte finansieringskostnader, fallende næringseiendomspriser og mye obligasjonsgjeld som forfaller i årene fremover har økt refinansieringsrisikoen i næringseiendom det siste året. Vi bruker et bredt sett av informasjonskilder for å vurdere næringseiendomsforetakenes refinansieringsrisiko og deres evne til å møte økte finansieringskostnader. Den kraftige veksten i næringseiendomsforetakenes obligasjonsgjeld det siste tiåret har bidratt til å spre risiko fra bankene til flere aktører i det finansielle systemet. Samtidig kan obligasjonsgjeld være en mindre stabil finansieringskilde enn bankgjeld i urolige tider. Vi finner at bankene har beskjeden eksponering mot næringseiendomskonsern med forhøyet refinansieringsrisiko i obligasjonsmarkedet og med svakest solditet. Høy leieprisvekst de siste par årene og KPI-indeksering av kontorleiekontrakter gir mange næringseiendomsforetak robusthet mot økte renter og økte kredittpåslag. Ved et økonomisk tilbakeslag kan imidlertid leieinntektsutviklingen bli svak.

Nøkkelord: Finansiell stabilitet, næringseiendom, bankenes kredittrisiko

*Synspunktene og konklusjonene i denne publikasjonen er forfatterens egne og deles ikke nødvendigvis av Norges Bank. De må derfor ikke rapporteres som Norges Banks synspunkter. Takk til Martin Bjørlo, Henrik Borchgrevink, Marius Hagen, Ida Nervik Hjelseth, Torbjørn Hægeland, Sverre Mæhlum og Per Marius Pettersen for nyttige kommentarer og innspill. Takk til Vetle Magnussen Andreassen, Celine Strand Kvisselien og Joakim Myhre Rølsøn for utmerket studentassistanse. Korresponderende forfatter: Christian Bjørland, christian.bjorland@norges-bank.no.

1 Innledning

Utviklingen i næringseiendom har stor betydning for finansiell stabilitet. Utlån til næringseiendom utgjør nesten halvparten av utlån til foretak fra norske banker. Historisk har bankenes tap på utlån til næringen vært betydelige ved finansielle kriser. Bankene tapte om lag en tredjedel av sine utlån til næringen under bankkrisen i 1988-1993, se Andersen (2023).

Høyere rentenivå og økte kredittpåslag det siste året har ført til en markert økning i finansieringskostnadene til næringseidomsforetak. Foretak i denne næringen har høy gjeld i forhold til inntjeningen, og lønnsomheten er derfor sårbar for økte finansieringskostnader. Næringseidomspriser har falt siden sommeren 2022, etter å ha steget mye siden finanskrisen i 2008-2009. Lavere priser vil svekke soliditeten til næringseidomsforetak. En lavere eiendomsverdi vil også gi mindre rom for låneopptak for et gitt egenkapitalkrav.

Mesteparten av gjelden til næringseidomsforetak er banklån, men obligasjonsgjeld har blitt en stadig viktigere finansieringskilde for næringen. Siden sommeren 2022 har kredittpåslagene på næringseidomsforetakenes obligasjonsfinansiering vært høye i en historisk sammenheng, og utstedelsesvolumet har vært lavt. I forbindelse med uroen i finansmarkedene i mars 2023 steg kredittpåslagene i obligasjonsmarkedet ytterligere. I årene fremover forfaller mye av næringseidomsforetakenes obligasjonsgjeld, og finansieringskostnaden til nye lån vil da trolig være vesentlig høyere enn ved utstedelsestidspunktet. Noen næringseidomsforetak kan få utfordringer med å hente ny obligasjonsgjeld i markedet, samtidig som fallende eiendomspriser og svekket lønnsomhet kan gjøre det mer krevende å få banklån. Dette kan presse frem hastesalg av eiendommer, som i neste omgang kan svekke markedspriser.

I dette memoet vurderer vi næringseidomsforetakenes refinansieringsrisiko og evne til å møte økte finansieringskostnader. Vi ser særlig på refinansieringsrisiko knyttet til obligasjonsgjelden. I kapittel 2 beskrives dataene som brukes i analysen. Kapittel 3 drøfter kort utsiktene for bankenes utlånsvilje til næringseiendom. I kapittel 4 drøftes drivere av den kraftige veksten i obligasjonsfinansiering det siste tiåret og konsekvenser det kan ha for finansiell stabilitet. I dette kapittelet drøftes også refinansieringsrisikoen knyttet til obligasjonsgjelden. Næringseien-

domsforetakenes evne til å møte økte finansieringskostnader med løpende lønnsomhet vurderes i kapittel 5. Kapittel 6 konkluderer.

2 Data

2.1 Data om næringsseidomsforetakenes gjeldsfinansiering

Selskapet Stamdata¹ gir informasjon om alle verdipapirer utstedt av norske foretak registrert i Verdipapirsentralen. Dette gir oss oversikt over det aller meste av utestående obligasjonsgjeld for norske næringsseidomsforetak. Dataene er på ISIN-nivå og gir blant annet oversikt over forfallstidspunkt, utestående gjeld og rentebetingelser. Vi benytter denne informasjonen til å kartlegge næringsseidomsforetakenes refinansieringsrisiko knyttet til forfall av obligasjonsgjelden. Datauttrekket fra Stamdata ble gjort 3. januar 2023. Selskapet Nordic Bond Pricing gir oss informasjon om kredittpåslag til nordiske obligasjoner, og Thomson Reuters gir oss informasjon om swaprenter.

Finanstilsynet Engasjementsdatabase (ENGA) gir informasjon på foretaksnivå om samtlige av norske bankers utlån mot ikke-finansielle foretak. Vi bruker data innrapportert av bankene per 31. desember 2021. Engasjementsdatabasen gir blant informasjon om utlånets størrelse.

Vi har begrenset informasjon om forfall og utlånsbetingelser knyttet til næringsseidomsforetakenes bankgjeld. Mesteparten av informasjonsgrunlaget vårt er aggregerte kredittstørrelser fra Statistisk sentralbyrå, og spørreundersøkelser gjort av Norges Bank og markedsaktører. Selskapet Union har siden 2010 gjennomført kvartalsvise spørreundersøkelser overfor de syv største bankene innen utlån til næringsseidom i Norge. Denne spørreundersøkelsen gir blant annet informasjon om utlånsmargin på nye lån. Vi bruker også informasjon fra Norges Banks utlånsundersøkelse, som er en kvalitativ spørreundersøkelse om bankenes kredittpraksis og deres vurdering av etterspørselen etter lån. De ti største bankene i det norske lånemarkedet deltar i utlånsundersøkelsen.

Vi benytter informasjon fra Statistisk sentralbyrå (SSB) om utvikling i samlet kredittvekst til

¹Stamdata er en leverandør av data om nordisk obligasjonsgjeld.

næringseiendomsforetak.

2.2 Data om næringseiendomsforetakenes økonomiske stilling og om leiemarkedet

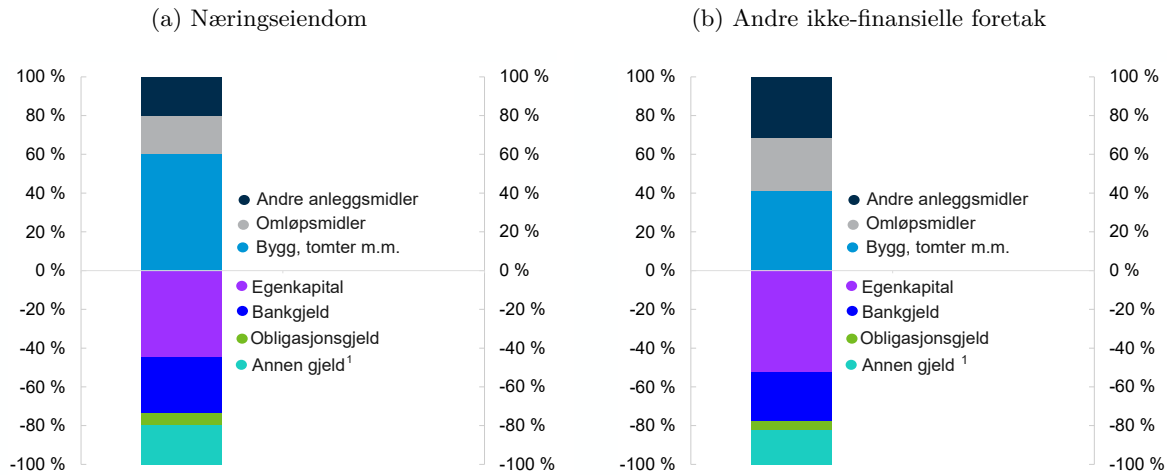
Vi benytter hovedsakelig årsregnskapstall på konsernnivå fra Dun & Bradstreet for å få informasjon om næringseiendomsforetakenes økonomiske situasjon. Fordi gjeld og inntjening er splittet i mange selskaper med kompleks konsernstruktur, er det hensiktsmessig å se på regnskap som viser konsernene som helhet i analyser på selskapsnivå. Vi benytter også informasjon fra kvartalsrapporter til de børsnoterte næringseiendomsforetakene. Det er imidlertid få norske næringseiendomsforetak som er børsnoterte, og de eier under 10 prosent av all næringseiendom i Norge (Bjørland m. fl., 2022). Årsregnskapene er derfor den mest oppdaterte regnskapsinformasjonen for de aller fleste foretakene. 2021 er det siste året hvor vi har tilgjengelige konsernregnskapstall for et stort antall næringseiendomsforetak.

Vi får informasjon om kontorleiemarkedet fra selskapet Arealstatistikk. Dataene gir blant annet informasjon om utvikling i gjennomsnittlig løpetid på inngåtte leiekontrakter og utvikling i gjennomsnittlige markedsleiepriser på kvartalsfrekvens.

3 Bankgjeld

Næringseiendomsforetak har samlet sett mer bank- og obligasjonsgjeld, heretter kalt rentebærende gjeld, relativt til egenkapitalen enn andre ikke-finansielle foretak (figur 1). En høyere gjeldsgrad i næringseiendom kan skyldes at næringen er kapitalintensiv, samtidig som at eiendom er et velegnet panteobjekt. Ved utgangen av 2021 utgjorde banklån drøyt 80 prosent av den rentebærende gjelden til næringseiendomsforetak.

Figur 1: Balansen til norske konsern i 2021

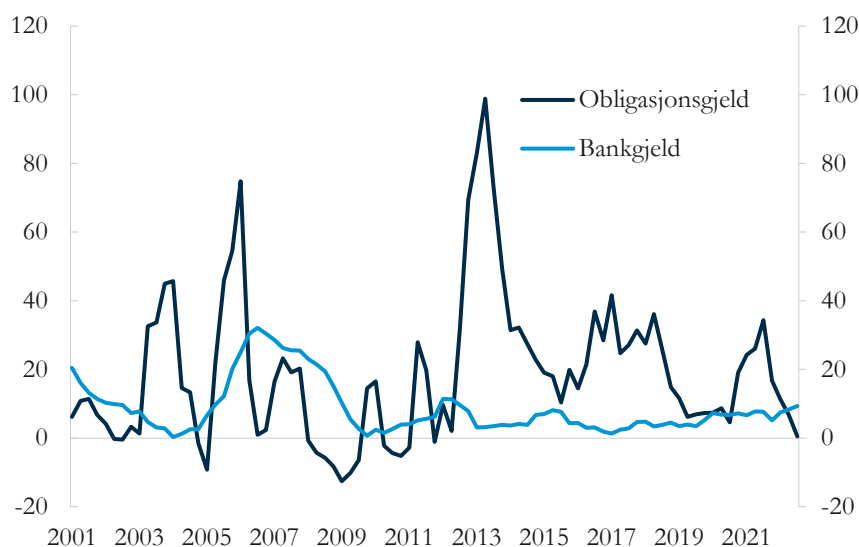


1.) Annen gjeld er blant annet leverandørgjeld og utsatt skatt

Kilder: Dun & Bradstreet og Norges Bank

Lån fra bankene har historisk vært en nokså stabil finansieringskilde for næringen. Selv under finanskrisen i 2008-2009, hvor næringseiendomspriser falt betydelig, holdt bankenes utlånsvekst til næringseiendom seg positiv, se figur 2. Resultater fra Norges Banks utlånsundersøkelse siden 2008 tyder på at det har vært få og korte perioder hvor bankene har strammet inn på kredittilgangen overfor næringseiendomsforetak.

Figur 2: Firekvartalersvekst i kredittbeholdningen (innenlandskreditt, K2) til næringsseidomsforetak fra ulike kredittkilder. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Norske banker har god utlånskapasitet,² men svekkede markedsutsikter kan redusere bankenes utlånsvilje til næringsseidomsforetak. Næringsseidomspriser har falt siden sommeren 2022, og Norges Bank venter et videre prisfall fremover, se Norges Bank (2023). Bankene har rapportert om noe økte tap på næringsseidomsforetak det siste halvåret, men tapene er fortsatt på nokså lave nivåer historisk sett. De siste tre kvartalene har bankene i Norges Banks utlånsundersøkelse meldt om noe strammere kredittpraksis overfor næringsseidomsforetak. Flere av bankene i utlånsundersøkelsen har pekt på økte renter og risikoen for prisfall som årsaker til innstramningen.

Nordiske filialer står for en stor andel av bankenes utlån til næringsseidomsforetak. Lån fra Handelsbanken, Nordea og Danske Bank utgjør snaut 40 prosent av banklån til norske næringsseidomsforetak. Ved kriser som er isolert til Norge, kan filialene bidra positivt til å opprettholde samlet kreditttilbud i Norge, mens de ved internasjonale kriser kan bidra negativt, se Turtveit (2017). Det siste året har Riksbanken og flere markedsaktører pekt økt risiko i svensk næringsseidomsforetak, se boksen «Obligasjonsgjeld i svenske næringsseidomsforetak» under.

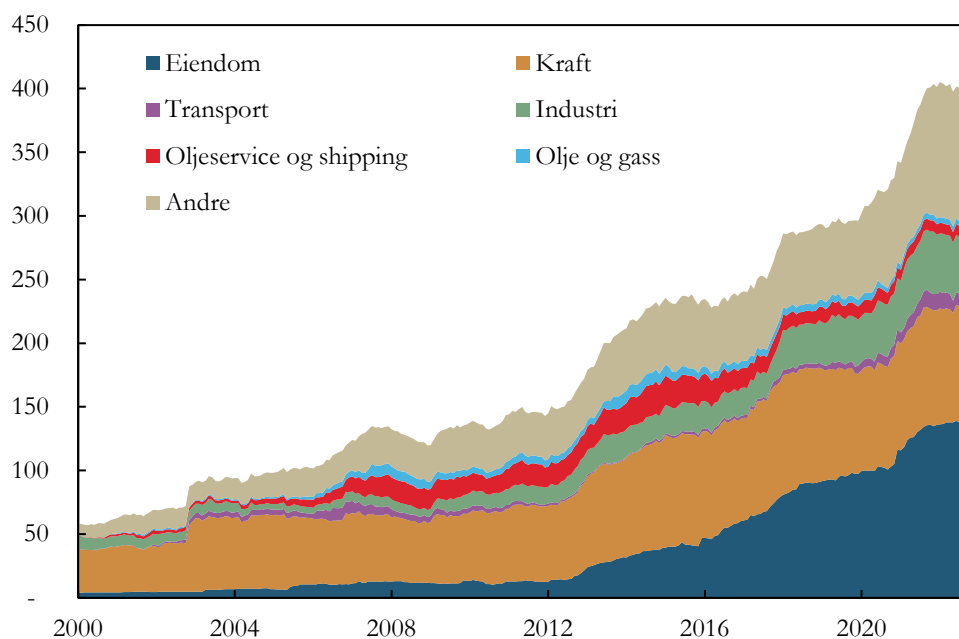
²Se Norges Bank (2023) for en vurdering av norske bankers soliditet og lønnsomhet.

4 Obligasjonsgjeld

4.1 Drivere av den høye veksten i obligasjonsgjelden og konsekvenser for finansiell stabilitet

Det siste tiåret har næringseiendomsforetakene økt sin obligasjonsfinansiering i norske kroner betydelig. Samlet utestående volum i norske obligasjoner³ har økt fra drøyt 10 milliarder fra 2012 til snaut 140 milliarder ved utgangen av 2022, se figur 3. Næringseiendom er nå den største næringen i det norske obligasjonsmarkedet, målt i utestående volum. Veksten i obligasjonsgjeld har i perioder vært svært høy (figur 2). Dette skyldes delvis at obligasjonsgjelden har kommet fra et lavt nivå.

Figur 3: Obligasjonsgjeld i norske ikke-finansielle foretak etter næring. Milliarder NOK

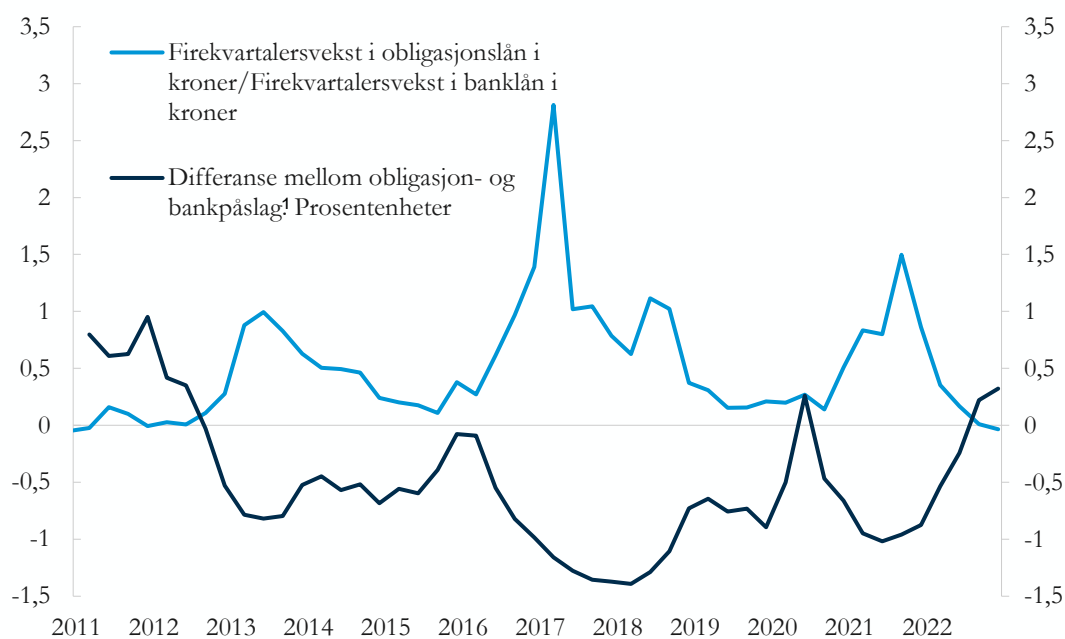


Kilde: Stamdata

³Obligasjonsgjeld utstedt med norsk lånedokumentasjon med norsk ISIN-nummer. Norsk obligasjonsgjeld registreres normalt i VPS.

Et fall i kostnaden av obligasjonsfinansiering relativt til kostnaden av bankfinansiering er trolig en viktig årsak til den kraftige veksten i næringsseidomsforetakenes obligasjonsgjeld. Vi utforsker denne sammenhengen ved å beregne en tidsserie for differansen mellom påslag på nye obligasjons- og banklån med lav kredittrisiko, se appendiks A.1 for detaljer. Endringer i differanser mellom disse påslagene kan tolkes som at prisen på obligasjonsfinansiering relativt til bankfinansiering endres. Perioder hvor påslag på obligasjonslån har falt relativt til påslag på banklån, har sammenfalt med høy vekst i obligasjonsgjelden relativt til bankgjelden, se figur 4. Det kan tyde på at næringsseidomsforetakene legger stor vekt på finansieringskostnader når de velger mellom bank- og obligasjonsfinansiering.

Figur 4: Utvikling i påslag og vekst i obligasjons- og bankfinansiering



1.) Kredittpåslagene er beregnet for nye femårs lån med lav kredittrisiko. Prosentenheter over tremåneders Nibor

Kilder: Nordic Bond Pricing, Statistisk sentralbyrå, Union og Norges Bank

Det er flere mulige årsaker til ulik utvikling i påslag og vekst i obligasjons- og bankfinansiering. Kredittpåslag reflekterer hovedsakelig kredittrisikoen til obligasjonslånet, men økt etterspørsel

fra investorer kan bidra til lavere påslag. Årene etter finanskrisen har vært preget av lave renter, kvantitative lettelser fra flere sentralbanker og økt risikotaking. Det kan ha økt etterspørselen etter eiendomsobligasjoner, som har høyere avkastning enn de sikreste verdipapirene. Livselskapene, som har investert en stor andel av sine porteføljer i obligasjoner, har de siste årene økt sin eksponering mot eiendomsobligasjoner.

Strengere kapitalkrav kan ha bidratt til å øke kostnadene på banklån relativt til obligasjonslån, for lån med lengre løpetid. Unions spørreundersøkelser tyder på at siden 2010 har gjennomsnittlig løpetid på de største bankenes utlån til næringsseidom falt fra snaut 6 år til om lag 3 år. Til sammenlikning har løpetiden på utstedte obligasjonslån de siste årene typisk vært mellom 5 og 7 år. Risikovektene i kapitalkravet til IRB-banker øker med løpetiden til lånet, og det kan ha bidratt til å ha økt kostnaden på foretakslån med lengre løpetid. For et typisk næringsseidomslån for en bank med IRB-metode anslår vi at risikovekten stiger med om lag 40 prosent dersom løpetiden øker fra 3 år til 6 år.

Fra et finansiell stabilitets perspektiv er det positivt at kredittrisikoen på næringsseidomseksponeringer spres fra banksektoren til et bredere sett av investorer. Livsforsikringsforetak er blant investorene som har økt sin eksponering mot næringsseidom de siste årene, se Norges Bank (2023). Videre kan økt bruk av obligasjonsfinansiering gi næringsseidomsforetakene tilgang til billigere finansiering.

I urolige tider kan imidlertid obligasjonsfinansiering være en mindre stabil kilde til kreditt enn bankfinansiering. Veksten i næringsseidomsforetakenes bankfinansiering har historisk vært klart mer stabil enn obligasjonsfinansieringen (figur 2). Utlånsmarginen på bankenes foretakslån har også vært mer stabil enn kredittpåslag i obligasjonsmarkedet, se Hagen m. fl. (2023).⁴

⁴Analysen peker også på at den stabile utviklingen i bankenes utlånsmargin kan være drevet at bankene prioriterer lån med lavere kredittrisiko i usikre tider, slik at sammensetningen av lånene endres.

4.2 Den økonomiske tilstanden til foretak med obligasjonsgjeld

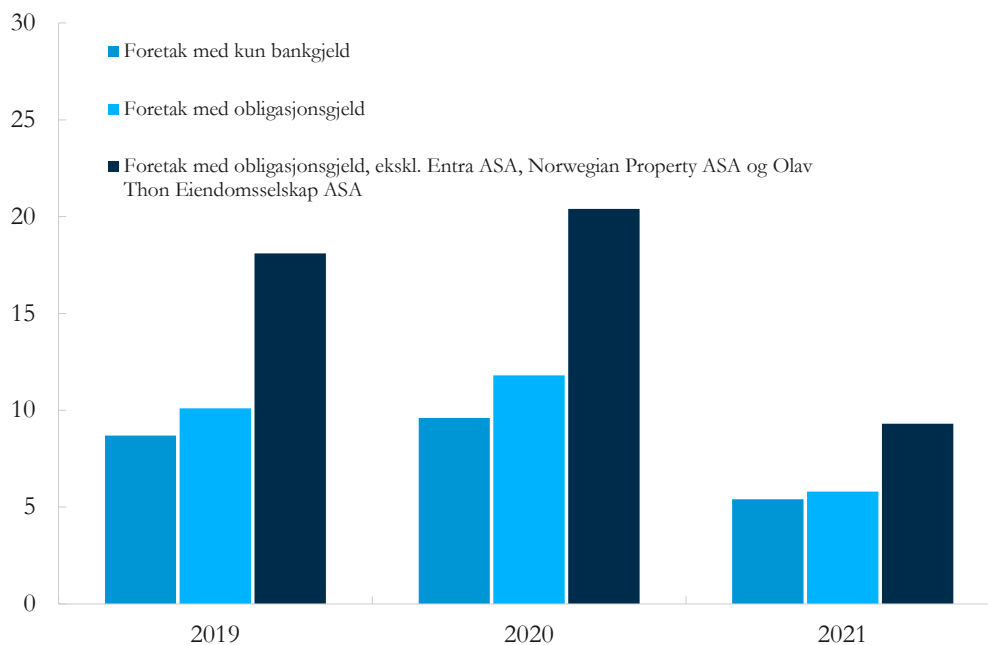
Mye av obligasjonsgjelden er konsentrert hos få aktører med høy kredittvurdering⁵, samtidig som det er en høy andel av utstedere med lav kredittvurdering. Entra ASA, Olav Thon Eiendomsselskap ASA og Norwegian Property ASA, som alle har høy kredittvurdering, står for 31 prosent av den utstående obligasjonsgjelden. De resterende 69 prosent av gjelden er fordelt på 154 utstedere, og om lag tre fjerdedeler av denne gjelden er i foretak med lav kredittvurdering.

Næringseiendomsforetak med obligasjonsgjeld har gjennomgående høyere gjeldsbelastning⁶ enn foretak med kun banklån, se figur 5. God lønnsomhet i næringen i 2021 bidro til at gjeldsbelastningen for mange foretak var på et lavt nivå dette året. Høyere gjeldsbelastning blant næringseiendomsforetak med obligasjonsgjeld skyldes både en lavere egenkapitalavkastning og en høyere gjeldsgrad for disse foretakene. Entra ASA, Norwegian Property ASA og Thon Eiendom ASA dominerer nøkkeltallene til foretak med obligasjonsgjeld. Dersom man tar ut disse tre foretakene ved beregning av nøkkeltallene, så stiger gjeldsbelastningen markert.

⁵Med høy og lav kredittvurdering menes foretak med henholdsvis «investment grade» og «high yield» rating i obligasjonsmarkedet.

⁶Gjeldsbelastning er her definert som netto rentebærende gjeld i forhold til resultat før skatt. Netto rentebærende gjeld er rentebærende gjeld fratrukket bankinnskudd.

Figur 5: Netto rentebærende gjeld i forhold til resultat før skatt for næringsseidomsforetak ¹ med og uten obligasjonsgjeld



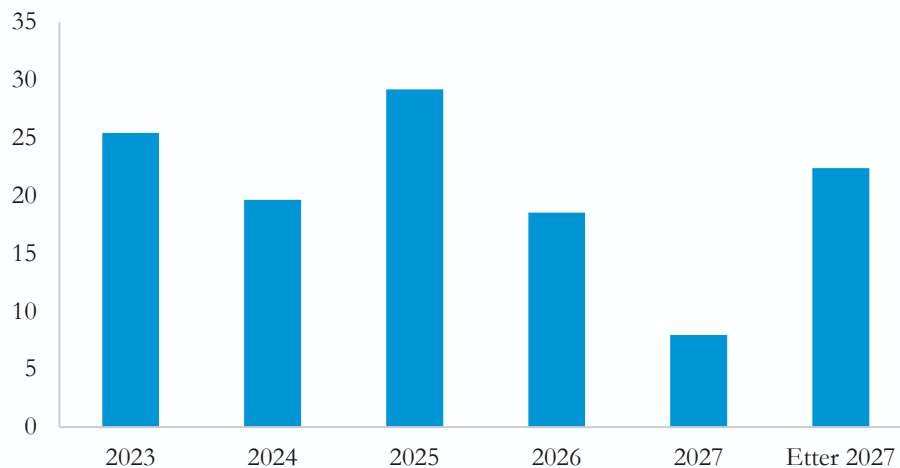
1.) Foretak med mer enn 250 millioner i rentebærende gjeld

Kilder: Dun & Bradstreet og Norges Bank

4.3 Refinansieringsrisiko i obligasjonsmarkedet

Vi vurderer refinansieringsrisiko på foretaknivå knyttet til obligasjonsgjelden ut fra volumvektet tid til forfall og andelen obligasjonsgjeld som forfaller innen utgangen av 2024. Volumvektet tid til forfall for all utstående obligasjonsgjeld er i underkant av 3 år. Om lag en tredjedel av den utestående obligasjonsgjelden forfaller innen 2024, se figur 6.

Figur 6: Obligasjongjeld til forfall. Milliarder kroner

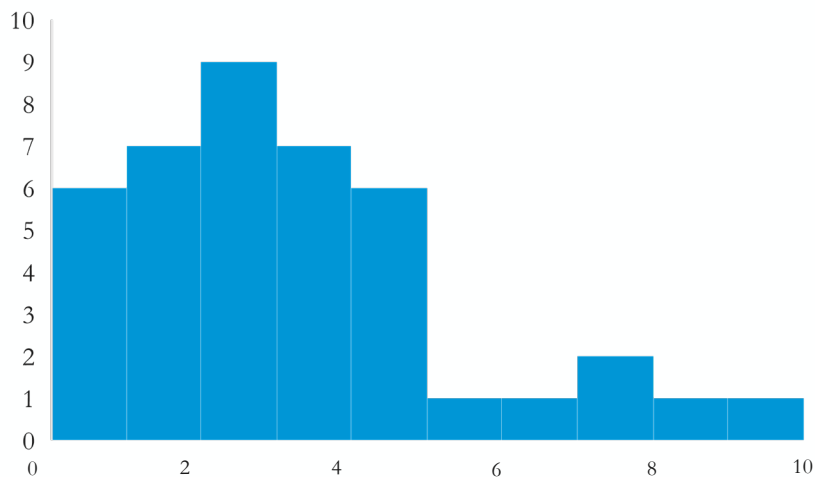


Kilde: Stamdata

De aller fleste selskaper har mindre enn 5 års volumvektet tid til forfall, se figur 7. Sett under ett har Entra ASA, Norwegian Property ASA og Thon Eiendom ASA 3,8 års volumvektet tid til forfall, mens resten av foretakene i utvalget har samlet sett 2,4 års volumvektet tid til forfall. Lengre tid til forfall hos de største foretakene kan delvis skyldes at de har en god likviditets- og soliditetssituasjon, slik at de lettere får tilgang til mer langsiktig finansiering. For om lag 20 prosent av foretakene forfaller all obligasjongjeld innen utgangen av 2024, mens de fleste foretak ikke har noe obligasjongjeld som forfaller de neste par årene, se figur 8.⁷

⁷I dagens situasjon, med stigende renter og høye kredittpåslag, vil en høyere andel fastrente bidra positivt til den finansielle situasjonen til foretak med gjeld. Vi har også vurdert indikatorer knyttet til fastrenteandel og løpetid på fastrentelån. Inkludering av slike kriterier i analysen har imidlertid hatt liten innvirkning på våre funn.

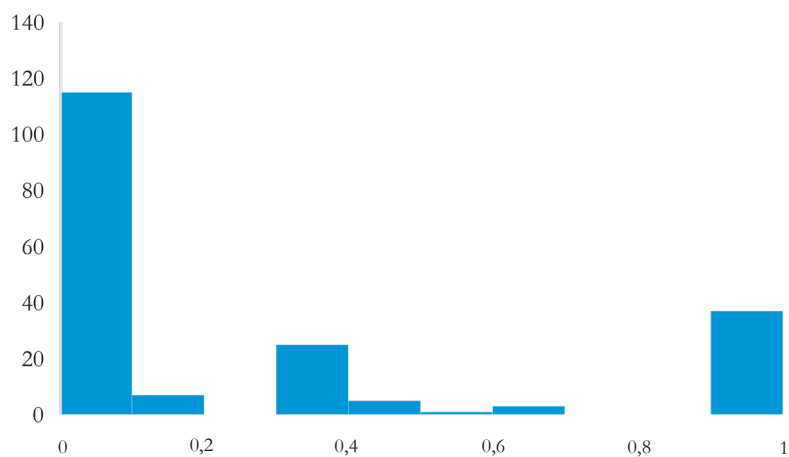
Figur 7: Antall foretak¹ (vertikal akse) etter volumvektet år til forfall for utestående obligasjonsgjeld²(horisontal akse)



- 1.) Foretak med mer enn 300 millioner i obligasjonsgjeld
- 2.) Volumvektet tid til forfall er beregnet for utestående obligasjonsgjeld per januar 2023

Kilder: Stamdata og Norges Bank

Figur 8: Antall foretak¹(vertikal akse) etter andel utestående obligasjonsgjeld som forfaller innen utgangen av 2024 (horisontal akse)



- 1.) Foretak med mer enn 300 millioner i obligasjonsgjeld

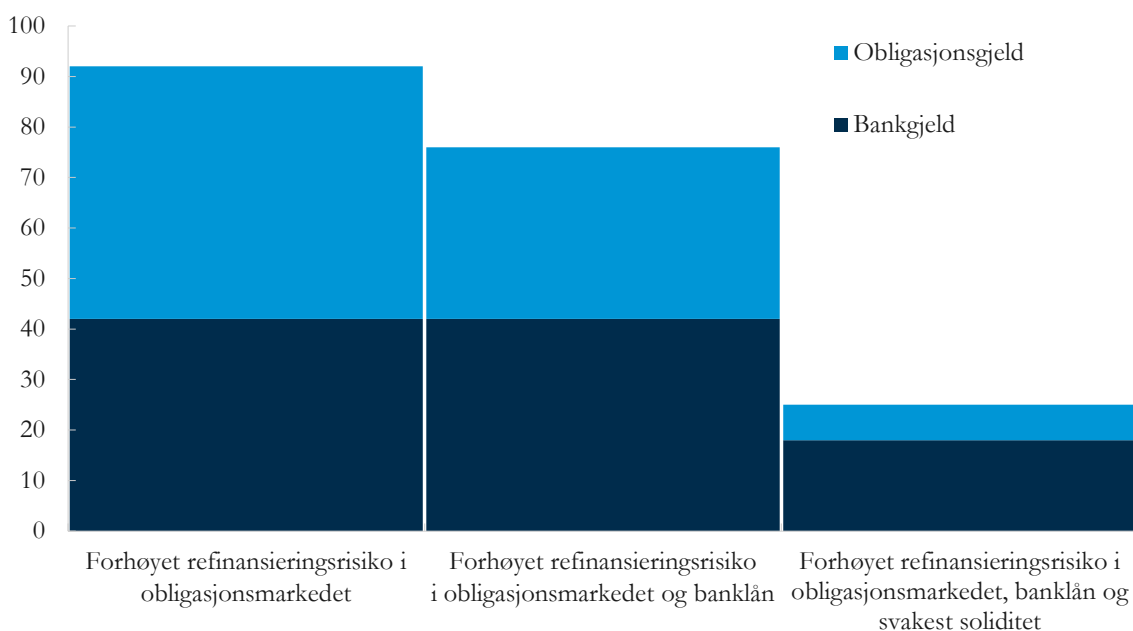
Kilder: Stamdata

Vi identifiserer foretak med forhøyet refinansieringsrisiko i obligasjonsmarkedet dersom de oppfyller minst et av de følgende heuristiske kriteriene:

- Volumvektet tid til forfall for foretakets obligasjonsgjeld er kortere enn 2,5 år
- Andel av samlet utestående obligasjonsgjeld fra foretaket som forfaller innen utgangen av 2024 er over 40 prosent

Ifølge disse enkle kriteriene er 50 milliarder kroner av obligasjonsgjelden i foretak med forhøyet refinansieringsrisiko, se figur 9. Dette utgjør i underkant av en tredjedel av den samlede utestående obligasjonsgjelden. Andelen av obligasjonsgjelden med høy refinansieringsrisiko som holdes av foretak med lav kredittvurdering, er 63 prosent. For foretak som ifølge kriteriene ikke har forhøyet refinansieringsrisiko, er andelen foretak med lav kredittvurdering 34 prosent. Videre har flere av foretakene vi fanger opp, rapportert om likviditetsutfordringer det siste halvåret.

Figur 9: Fordeling av obligasjons- og bankgjeld i foretak basert på enkle risikokriterier¹. Milliarder kroner



1.) Foretak med mer enn 300 millioner i obligasjonsgjeld

Kilder: Dun & Bradstreet, Finanstilsynet, Stamdata og Norges Bank

Basert på engasjementsdatabasen ENGA, finner vi at 16 milliarder av obligasjonsgjelden i foretak med forhøyet refinansieringsrisiko er i næringsseidomsforetak med mindre enn 25 millioner i lån fra norske banker (figur 9). Vi finner også at bankene har 42 milliarder i eksponering mot foretak med forhøyet refinansieringsrisiko i obligasjonsmarkedet. Dette utgjør i underkant av 10 prosent av norske bankers samlede eksponering mot næringsseidomsforetak, som var om lag 490 milliarder ved utgangen av 2021.

I neste steg identifiserer vi næringsseidomsforetak som både har forhøyet refinansieringsrisiko i obligasjonsmarkedet og svakest soliditet. Vi klassifiserer foretak som har en egenkapitalandel under 25 prosent i 2021 på konsernnivå, blant foretak med svakest soliditet. Vi finner at 7 milliarder av obligasjonsgjelden holdes av næringsseidomsforetak som har bankgjeld, forhøyet refinansieringsrisiko og svakest soliditet⁸ (figur 9). Bankenes eksponering mot slike foretak er 16 milliarder, som er om lag 3 prosent av deres samlede eksponering mot næringsseidomsforetak. Banksektoren kan imidlertid rammes indirekte av foretak som har utfordringer med å få refinansiert sin obligasjonsgjeld. Slike foretak kan måtte hasteselge eiendommer for å styrke sin finansielle stilling, som i neste omgang kan svekke markedspriser og øke kredittrisikoen på bankenes næringsseidoms lån.

⁸Vi bruker dette kriteriet for foretak som bokfører eiendommer til historisk kost. Dette bokføringsprinsippet, som de fleste næringsseidomsforetak benytter, innebærer at bygg bokføres til transaksjonsverdien ved siste omsetning. I perioder med stigende markedspriser vil da den bokførte egenkapitalen bli lavere enn hvis man hadde lagt til grunn markedsverdi. For foretak som bokfører til markedsverdi, settes kriteriet til 35 prosent.

Obligasjonsgjeld i svenske næringsseidomsforetak

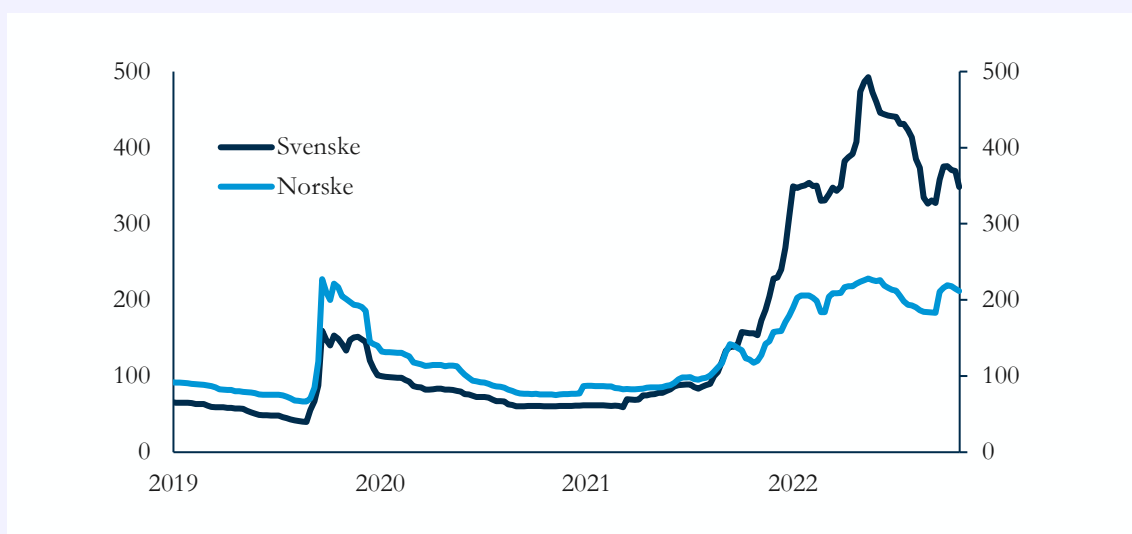
Flere av de nordiske bankene har stor eksponering mot svensk næringsseidom. Kredittpåslagene for flere av de store svenske næringsseidomsforetakene har vært høye det siste året, se figur 10. Våren 2023 ble de store eiendomsselskapene Samhallsbyggnadsbolaget i Norden AB (SBB) og Fastighets AB Balder nedgradert av henholdsvis ratingbyråene Moody's og S&P Global Ratings fra høy til lav kredittvurdering.

Siden finanskrisen har markedsfinansiering blitt en stadig viktigere finansieringskilde for svenske næringsseidomsforetak. I 2021 stod obligasjonsgjeld for om lag 40 prosent av gjeldsfinansieringen for svenske næringsseidomsforetak. Tilsvarende for norske næringsseidomsforetak var i underkant av 20 prosent.

Gjeldsfinansiering for svenske næringsseidomsforetak er av et større omfang enn for norske næringsseidomsforetak. I 2021 var bank- og obligasjonsgjelden til svenske næringsseidomsforetak 42 prosent i forhold til BNP, mens gjelden til norske næringsseidomsforetak var 23 prosent i forhold til BNP for Fastlands-Norge.

De kommende årene forfaller mye av obligasjonsgjelden til svenske næringsseidomsforetak. Riksbanken har understreket at velfungerende obligasjonsmarkeder for foretak er viktig for eiendomssektorens tilgang på kreditt, se Riksbanken (2022). Riksbanken har også pekt på at eiendomssektoren har blitt mer sammenkoblet de siste årene. Det gjør sektoren mindre transparent og mer sårbar for negative sjokk.

Figur 10: Uvektet snitt av indikative kredittpåslag over tremåneders nibor for femårs obligasjoner utstedt i NOK av et utvalg store næringsseidomsforetak. Basispunkter



5 Robusthet mot økte rentekostnader

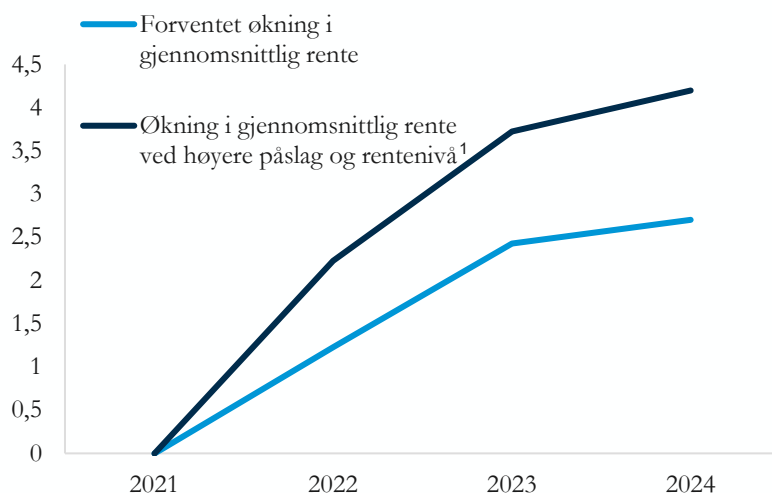
Økt rentenivå og økte kredittpåslag vil fases gradvis inn i næringseiendomsforetakenes finansieringskostnader. Utlånsundersøkelser fra Union indikerer at næringseiendomsforetakene har fastrente på om lag halvparten av bankgjelden sin. Utvikling i både kortsiktige og langsiktige renter er derfor viktig for utviklingen i finansieringskostnadene. Økte kredittpåslag slår normalt først inn i kontantstrømmene når gjelden refinansieres.

Vi beregner utvikling i fremtidige finansieringskostnader for et typisk næringseiendomsforetak med god kredittverdighet fra og med 2021, se antakelsene for beregningen i appendiks A.2. I 2022 øker beregnet gjennomsnittlig rente med 1,2 prosentenheter, se figur 11. Til sammenlikning økte den gjennomsnittlige renten til Entra, som er den største aktøren i kontormarkedet, med 1,45 prosentenheter i 2022.⁹ Det gir støtte til at vår beregnede renteserie gir en god indikasjon på faktisk rentekostnadsøkning i 2022 for en del næringseiendomsforetak. Samlet øker gjennomsnittlig rente med 2,7 prosentenheter i fremskrivningsperioden, som er til 2024. For mange aktører vil dette innebære mer enn en dobling av rentekostnadene over perioden.

Det er store forskjeller i forfallsprofil, gjeldsgrad og rentebinding på tvers av næringseiendomsforetak, og foretakene vil derfor rammes ulikt av økningen i rentenivå. I tillegg vil kredittpåslagene kunne øke klart mer for foretak med en svak finansiell stilling. Vi gjør en sensitivitetsøvelse hvor både kredittpåslagene og rentestørrelsene holder seg 1 prosentenheter høyere enn i den forrige øvelsen. Da stiger gjennomsnittlig rente med 4,2 prosentenheter i løpet av fremskrivningsperioden.

⁹Se årsrapport for 2022 fra Entra ASA

Figur 11: Økning i beregnet gjennomsnittlig rente fra 2021 for et typisk næringsseidomsforetak med god kredittverdighet. Prosentenheter



1.) For denne banen legger vi til grunn at både rentenivå og kredittpåslag holder seg en prosentenheter høyere enn forventet.

Kilder: Thomson Reuters, Union og Norges Bank

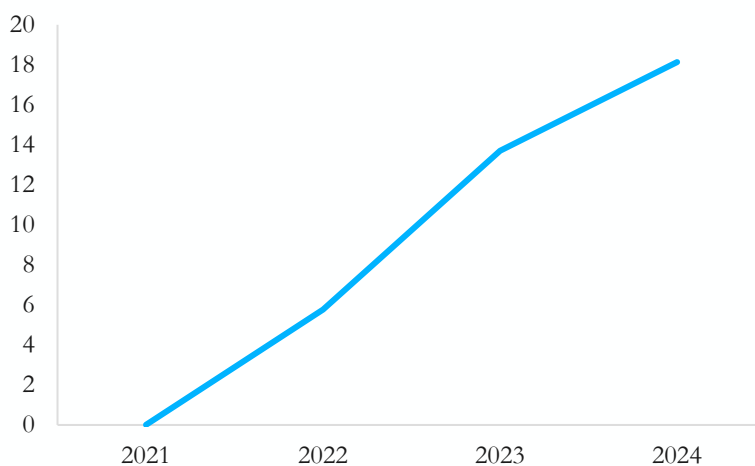
Leieinntektene er førstelinjeforsvaret mot økte finansieringskostnader. Basert på konsernregnskap fra 2021 finner vi at alt annet like må samlede leieinntekter til næringen øke med 19 prosent for å motsvare en økt gjennomsnittlig rente på 2,7 prosentenheter.

Leieinntektene avhenger av utviklingen i markedsleie og leie fra eksisterende kontrakter. Det aller meste av tilgjengelig informasjon om leiepriser er for kontorer i de store byene, og om lag halvparten av bankenes eksponering er mot kontorsegmentet (Bjørland m. fl., 2022). De aller fleste kontorleier på inngåtte kontrakter justeres i tråd med konsumprisveksten. Det bidrar til å beskytte næringsseidomsforetakenes gjeldsbetjeningsevne i perioder med høy inflasjon. Sterk utvikling i arbeidsmarkedet har bidratt til en positiv realvekst i kontorleier de siste årene.¹⁰ Det innebærer at mange nye kontraktsinngåelser de neste årene vil kunne inngås på høyere nominelt leienivå, selv ved et svakt fall i markedsleiepriser.

¹⁰Se Norges Bank (2023) for en omtale av leieprisutvikling de siste par årene.

Vi beregner fremtidig forventet utvikling i leieinntekter fra 2021 for et typisk næringsseidomsforetak som leier ut kontorer i Oslo, se antakelser for beregningen i appendiks A.3. Beregnede leieinntekter vokser samlet med i underkant av 20 prosent fra 2021 til 2024, se figur 12. Det er imidlertid flere nedsiderisikoer knyttet til utviklingen i fremtidige leieinntekter, se diskusjon i Norges Bank (2023). Ved et økonomisk tilbakeslag kan leieinntektsutviklingen bli svak som følge av fallende markedspriser og mislighold av leiekontrakter.

Figur 12: Økning i beregnede leieinntekter fra 2021 for et typisk næringsseidomsforetak som leier ut kontorer i Oslo. Prosent



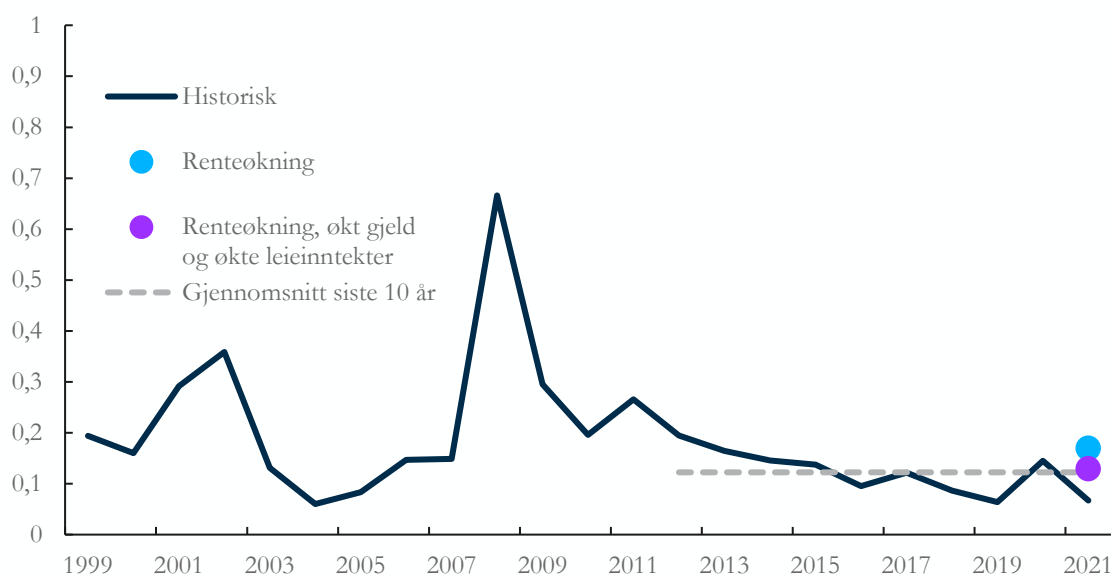
Kilder: Arealstatistikk og Norges Bank

I neste steg gjør vi enkle kontantstrømanalyser for næringsseidomsforetak basert på konsernregnskaper og våre beregnede baner for leieinntekter og rentekostnader. Lønnsomheten i næringsseidom har vært god de siste årene. I 2021 var kun 7 prosent av næringsseidomsforetakenes samlede rentebærende gjeld i foretak med negativt resultat før skatt, se figur 13. Til sammenlikning var denne andelen om lag 60 prosent under finanskrisen i 2008-2009.¹¹ En enkel sensitivitetsøvelse viser at 17 prosent av gjelden til næringsseidomsforetak vil være i næring-

¹¹En viktige driver av den negative lønnsomheten for næringen under finanskrisen var trolig nedskrivninger av eiendommer som var bokført til virkelig verdi. Nedskrivninger slår i seg selv ikke ut i kontantstrømmene.

seiendomsforetak som ikke klarer å møte en 4 prosentenheters økning¹² i gjennomsnittlig rente med den løpende lønnsomheten fra 2021, se figur 13. Dersom vi også hensyntar beregnet økning i gjeldsnivå og leieinntekter over denne perioden, så vil andelen gjeld i næringsseiendomsforetak med negativt resultat være 13 prosent. Det er om lag på nivå med det historiske gjennomsnittet de siste 10 årene.

Figur 13: Andel av gjeld i næringsseiendomsforetak med negativt resultat før skatt.¹



1.) I sensitivitetsovelsene er økningen i gjennomsnittlig rente fra nivået i 2021 på 4 prosentenheter, og økningen i gjeldsnivå og leieinntekter er på henholdsvis 20 prosent og 19 prosent fra nivåene i 2021.

Kilde: Norges Bank

6 Konklusjon

Refinansieringsrisikoen i næringsseiendom har økt det siste året. I dette memoet har vi benyttet et bredt sett av informasjonskilder for å vurdere refinansieringsrisikoen til næringsseiendomsforetak og deres evne til å møte økte finansieringskostnader.

¹²Her har vi lagt til grunn en større økning i rentekostnader enn vi venter at et typisk næringsseiendomsforetak med god kredittverdighet vil oppleve de nærmeste årene, se diskusjon tidligere i kapittelet.

Økt bruk av obligasjonsgjeld bidrar til at kredittrisikoen på utlån til næringseiendom spres fra bankene til andre aktører i det finansielle systemet. Samtidig kan obligasjonsgjelden være en mindre stabil finansieringskilde enn bankfinansiering i dårlige tider. Billigere finansiering i obligasjonsmarkedet relativt til bankfinansiering er trolig en viktig årsak til at næringseidomsforetakenes har økt sin obligasjonsgjeld betydelig det siste tiåret. Lav avkastning på de sikreste verdipapirene og strengere kapitalkrav på bankenes foretakslån med lengre løpetid kan ha bidratt til å redusere kostnaden av obligasjonsfinansiering relativt til bankfinansiering.

Næringseiendomsforetak med obligasjonsgjeld har gjennomgående en svakere gjeldsbetjeningssevne enn foretak med kun bankgjeld. Basert på mikrodata for obligasjonsfinansiering og norske bankers foretaksengasjementer, finner vi at bankene har beskjedent eksponering mot næringseidomskonsern med forhøyet refinansieringsrisiko i obligasjonsmarkedet og med svakest soliditet. Utfordringer med refinansiering i obligasjonsmarkedet kan imidlertid presse frem hastesalg av eiendommer, som i neste omgang kan svekke markedspriser og øke kredittrisikoen på bankenes næringseiendoms lån. Mange næringseiendomsforetak vil trolig vil få økte leieinntekter i årene fremover som følge av en sterk utvikling i leiemarkedet de siste par årene og at de aller fleste eksisterende kontorleiekontrakter justeres i tråd med konsumprisveksten. Enkle sensitivitetsøvelser tyder på at de fleste næringseiendomsforetak vil klare å dekke økningen i finansieringskostnader med løpende lønnsomhet i årene fremover.

Referanser

- [1] Andersen, H. (2023) «[Næringene som påfører bankene størst tap](#)». Bankplassen blogg. Norges Bank.
- [2] Bjørland, C., I.N. Hjelseth, J.H. Mulelid, H. Solheim og B.H. Vatne (2022) «[Nærings- eiendomsmarkedet - ikke lenger en «svart boks»](#)». *Staff Memo 6/2022*. Norges Bank.
- [3] Hagen, M., C.H. Haugen, J.J. Pettersen (2023) «[Hvor viktig er påslag utover styringsrenten for rentene foretak står overfor?](#)». Bankplassen blogg. Norges Bank.
- [4] Entra (2023) *Annual Report 2022*.
- [5] Norges Bank (2022) *Finansiell stabilitet 2022: Sårbarhet og risiko*.
- [6] Norges Bank (2023) *Finansiell stabilitet 2023 - 1. halvår: Sårbarhet og risiko*.
- [7] Norges Bank (2023) *Pengepolitisk rapport 1/23*.
- [8] Riksbanken (2022) *Finansiell stabilitetsrapport 2022:2*
- [9] Turtveit, L.T. (2017) «[Filialer av utenlandske banker og kredittilbud](#)». *Aktuell kommentar 3/2017*. Norges Bank.

A Appendiks

A.1 Beregning av utvikling i påslag på obligasjonsfinansiering relativt til påslag på banklån

Vi beregner utviklingen i differansen mellom påslag på nye obligasjons- og banklån. Påslagene på nye obligasjonslån beregnes som indikative kredittpåslag på usikrede femårs lån fra store norske eiendomsforetak¹³ med høy kredittvurdering i obligasjonsmarkedet. Påslagene på nye banklån beregnes av selskapet Union, og reflekter påslag på femårs banklån med lav kredittrisiko.

A.2 Fremskrivninger av finansieringskostnader

Vi fremskriver finansieringskostnader til et typisk næringseiendomsforetak med god kredittvurdering. Vi antar en fastrenteandel på 50 prosent og at det benyttes femårs swaprenter som rentesikringsinstrument. Vi benytter anslag for tremåneders Nibor fra Pengepolitisk rapport 1/23 som anslag for fremtidig utvikling i flytende rente, og vi beregner fremtidig utvikling i femårs swaprente basert på beregnede terminrenter per 5. mai 2023.¹⁴ Anslagene for utlånsmargin er basert på utviklingen i beregnet utlånsmargin i Unions bankundersøkelser.¹⁵ Til slutt antar vi at en tredjedel av gjelden forfaller hvert år, og at all gjeld som forfaller blir refinansiert.

A.3 Fremskrivninger av leieinntekter

Ved fremskrivninger av leieinntekter for et typisk næringseiendomsforetak antar vi at leiekontraktene har en løpetid på 5 år, og at alle utgåtte kontrakter fornyes til markedsleiepris. Som en teknisk forutsetning antar vi nullvekst i reelle markedsleiepriser i 2023 og 2024. Videre antar vi at leien på alle inngåtte kontrakter justeres i tråd med konsumprisveksten. Vi legger til grunn KPI-anslag fra Pengepolitisk rapport 1/23 (Norges Bank (2023)), og vi får informasjon om historisk utvikling i gjennomsnittlige kontorleiepriser fra selskapet Arealstatistikk.

¹³Olav Thon Eiendomsselskap ASA, Thon Holding AS, Obos ASA, Entra ASA, Steen og Strøm ASA og Bane NOR ASA inngår i dette utvalget.

¹⁴Vi ser bort fra eventuelle terminpremier i denne beregningen. Terminpremiene er trolig nokså små og har derfor liten betydning for vår illustrative øvelse.

¹⁵For 2022 øker utlånsmarginen i våre beregninger like mye som beregnet utlånsmargin for nye femårs lån med lav kredittrisiko i Unions bankundersøkelser. I 2023 og 2024 gjør vi en teknisk antakelse om uendret utlånsmargin.