

Bli med bak maskene



Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Utvikling sist måned & 2012

[Klikk her for å lese mer →](#)

Hva skjuler seg bak det tilsynelatende så hyggelige boligmarkedet i Norge? Og kan vi stole på at «Super Mario» redder Europa? Les mer om norske boligbobler og eurofalitt i denne utgaven av NORCAPs markedsrapport. [Klikk her for å lese mer →](#)

Markedsrapporten til Norcap tar opp aktuelle tema som preger den økonomiske utviklingen, og som Norcap mener vil påvirke investeringsklimaet. Her vil også Norcaps anbefalte aktivaallokering presenteres. Markedsrapporten sendes ut månedlig.

Bobleteori

Mens verden gjennomgår år med fortvilelse og slit, kan alle nordmenn lene seg godt tilbake og konstatere at de er vel skjermet fra de økonomiske ubehagelighetene som plager så godt som alle andre i verden. Den allmenne bruken av boblebegrepet handler nettopp om å leve isolert fra omverdenen, på en måte som sett utenfra fremstår som uforståelig, unaturlig og uholdbar. Sett innenfra oppfattes boblen som helt naturlig og rasjonell, ettersom sammenligningsgrunnlaget fra verden utenfor mangler.

En forutsetning for finansielle bobler er at et tilstrekkelig antall mennesker lever i den samme boblen. Slenger man enkel tilgang på kreditt inn i miksen, har man en perfekt grobunn for løpske aktivapriser. I Norge lever vi definitivt i en egen virkelighet når det gjelder arbeidsmarkedet. Spørsmålet er da om vi også har skapt våre egne finansielle bobler, der den mest åpenbare boblen er knyttet til boligprisene.

Bobler i praksis

Bruker man forstørrelsesglasset på det norske eiendomsmarkedet er det fem omstendigheter som tilsier at eiendomsfesten ikke kan vare:

1) Prisvekst så lenge vi kan huske

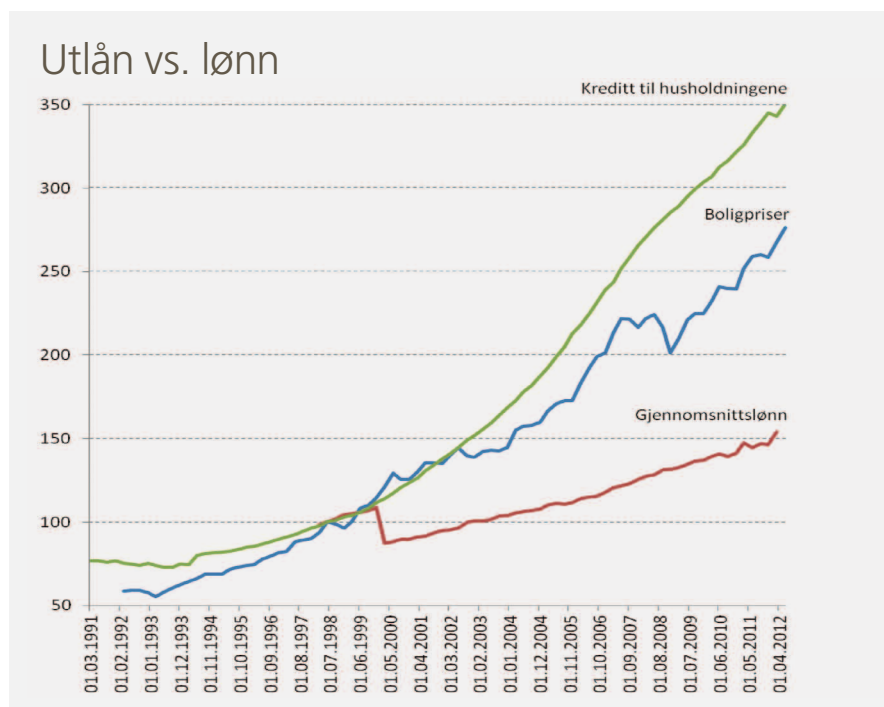
Siden 1992 har boligprisene steget med friske 8% i året, uten en eneste nedgangsperiode bortsett fra en kort dipp i 2008. Siden 1998 har boligprisene økt med 7,5% i året, mens lønnsveksten til sammenligning har vært 3,2%. En prisvekst over lønnsveksten lar seg åpenbart ikke videreføre inn i evigheten.

2) Alle tror prisene vil stige

Selv om det er vanskelig å underbygge en slik påstand med statistikk, er det klare anekdotiske bevis på at majoriteten av befolkningen ser for seg at boligprisene vil fortsette å stige. Dette er helt naturlig både fordi menneskehjernen automatisk ekstrapolerer de erfaringene man har gjort seg, jf. punkt 1, og fordi dette i seg selv er en selvoppfyllende profeti.

3) Utlånsfest

I samme periode som lønnsnivået har steget 50%, har belåningen økt 250%. Ytterligere utdypning er nødvendig.



4) Latterliggjøring

Alle «eksperter» som har uttalt seg om slutten på boligprisveksten tidligere er behørig latterliggjort.

Det har vært mange eksperter som har turt å spå enden på boligprisveksten ikke bare én, men gjerne flere ganger. Samtlige ønsker nok at de ikke hadde gått like hardt ut på banen i media. Og som kjent skyr brent barn ilden.

5) Alle avviser boligboblen

Da ekspertene i det internasjonale pengesfondet, IMF, la frem sin bekymringsmelding om fare for en boligprisboble, var svaret fra de aller fleste eksperter et rungende nei. Argumentasjonen er helt logisk: vi har et stramt arbeidsmarked, god lønnsvekst, lav rente, mangel på boliger og netto tilflytting (særlig i de store byene), men igjen er en forutsetning for finansielle boblers fremvekst at de nettopp kan forklares og rasjonaliseres.

Er du fattig får du pendle

Om det er mye optimisme rundt norske boligpriser generelt er det ingenting i forhold til spådommene rundt boligprisene i Oslo. Spesielt netto tilflytting i forbindelse med sentraliseringen og begrenset tilbud av boliger, blant annet på grunn av markagrensens hellige status, gjør at boligprisene bør ligge an til å stige enda mer i hovedstaden.

Men ingenting skjer i et vakuum, og et reelt substitutt til å bo i Oslo er å pendle. Den siste undersøkelsen viste at det faktisk er kommunene rundt Oslo som vokser aller fortest. Raskest av alle vokser Ullensaker kommune.

For å måle hvor dyrt det er å bo i Oslo i forhold til å pendle har vi benyttet oss av utvalgte boligannonser på finn.no og reiseinformasjon fra Google Maps og ruter.no. Vi har da beregnet den årlige kapitalkostnaden på boligen (fullfinansiert med 10 års fastrente) samt reisekostnader og sammenlignet dette med hvor mye ekstra reisetid man bruker.

Det økonomisk-teoretiske argumentet er som følger: dersom du sparer mer penger på å reise en time enn du tjener på å arbeide en time, bør du jobbe en time mindre og heller reise lengre.

Med dette som utgangspunkt kom vi frem til at dersom man tjener mindre enn drøyt 400 kroner pr. time eller ca. 700 000,- i året før skatt, bør man strengt tatt flytte fra byen.

Et slikt regnestykke er ekstremt sensitivt for individuelle tilpasninger, som for eksempel valg av bosted i forhold til hvor jobben er lokalisert. I tillegg har det for mange en egenverdi å bo sentralt som ikke nødvendigvis kan måles i penger (på tross av at å bo på landet scorer høyt i spørreundersøkelser). Likevel er det interessant å observere at selv med dagens ekstremt lave renter skal man ha relativt høy lønn for å forsvare å eie bolig i byen. Mye tyder således på at prisdifferansen i stor grad kan være tatt ut. Alt kan byttes ut med noe annet, og bolig i Oslo er intet unntak. Kanskje det da ikke er så rart at Ullensaker er den kommunen som vokser raskest?

Som investeringsobjekt er det etter vår mening alltid høyst spekulativt å kjøpe en eiendom eller et annet investeringsobjekt, hvor en god avkastning forutsetter prisvekst på objektet i seg selv fremfor verdiskapningen fra investeringen. Årsaken til dette er at hele avkastningsregnestykket da hviler på spådommer om fremtiden, som er notorisk vanskelig og beheftet med utallige feilkilder.

De siste årene har direkteavkastningen (leieinntekt etter skatt og kostnader dividert med markedsverdi) generelt sett vært lav. Den siste tids økning i leieprisene har økt direkteavkastningen noe, men en årlig netto avkastning på investert totalkapital på under 4% er etter vår mening ikke et interessant investeringscase med de alternativene som finnes andre steder.

Egen bolig er i utgangspunktet et forbruksobjekt. En dyr bolig går på bekostning av øvrig forbruk. I manges hoder har denne klare logiske sammenhengen blitt snudd på hodet, slik at jo mer bolig man «forbruker» jo mer tjener man. En slik tilstand er ikke levedyktig, og vil nødvendigvis måtte opphøre.

Skjær i sjøen av kapital

Den siste måneden har det kommet flere signaler fra Tyskland som tyder på at den mye omtalte «redningsplanen» til Mario Draghi («Super Mario») kan få nødvendig støtte fra tysk hold. Likevel medfører ikke det at man kan sette en strek over gjeldskrisen i Europa. En betydelig risiko ligger fortsatt på det politiske planet, med valg i Nederland og etter hvert i Italia. Den «radikaliserte» vridningen i politikken som vi har forventet i flere år er i fremvekst, og motstand mot euro, budsjettkutt eller subsidiering av andre land er hete valgtema som samler stemmer.

Dersom planen om å trykke penger får gjennomslag, er det også et spørsmål om den faktisk vil virke. At aksjemarkedet reagerer positivt virker relativt sikkert, men det er flere uavklarte punkter for et vellykket varig resultat. For det første om man gjennom pengetrykningen får gjeld/BNP-nivåene til å falle til mer komfortable nivåer (tidsnok).

Siden man i Spania og Hellas allerede har høy arbeidsledighet og flere budsjettkutt på vei, er høy inflasjon i disse landene ikke videre sannsynlig. Hvis imidlertid ECBs plan fører til en særegen tysk inflasjon, vil

konkurransesvilkårene bedres i favør av middelhavslandene. Dette kan muligens rette opp i ubalansene i kostnadsnivå som finnes i eurosonen. Tyske myndigheter må da akseptere en relativt høy inflasjon over tid, noe befolkningen ikke uten videre vil jubile for. Dermed vil gjelden som allerede er opparbeidet ikke forsvinne, og i en deflatorisk spiral som i hvert fall Hellas, og tilsynelatende også Spania allerede er inne i, vil ikke inntektene nødvendigvis stige umiddelbart selv om konkurranseevnen bedres.

Vi tør med andre ord ikke jubile for «Super Mario» riktig ennå.

På den andre siden av Atlanteren har vi et annet, men mye mindre omtalt problem (i hvertfall i de generelle media): det som etter hvert har blitt kalt «the fiscal cliff», eller oversatt på norsk: “budsjettklippen”.

Faktum er at budsjettunderskuddet på ca. 8% pr. år må kuttes drastisk. Siden denne ubehagelige medisinen har vært utsatt i forbindelse med presidentvalget, vil det være behov for store kutt i statlige utgifter fra 2013, uavhengig av om man har Obama eller Romney i presidentsetet. De negative vekstimpulsene av dette i en global økonomi som sliter med å komme seg opp i marsjfart og hvor USA til alt overmål har vært et av lyspunktene er ikke godt nytt for aksjemarkedene. I mellomtiden støtter investorsirkuset seg til at Ben Bernanke skal sette på seddelpressen for tredje gang.

Norcaps investeringsråd

Aksjer

Selv om de politiske signalene fra eurosonen den siste måneden peker mer til fordel for aksjer er vi som nevnt fortsatt skeptiske til både om den europeiske sentralbankens plan lar seg iverksette og om den faktisk vil virke.

Uavhengig av eurokrisen er vi fortsatt i en fase med gjeldsnedbygging generelt og i bankvesenet spesielt. Dette vil legge et oppadgående press på avkastningskravet, og slik sett negativt påvirke aktivapriser. Verdsetningen i aksjemarkedet er ikke spesielt lav for øyeblikket, og selskapenes profittmarginer er unormalt høye.

Selv om bedriftene generelt er i en god økonomisk situasjon, er man i aksjemarkedet svært utsatt for «asset deflation», da man er avhengig av å avhende investeringen senere. I så måte er det etter vår oppfatning mer attraktivt å eie gjelden i selskapene.

Vi opprettholder derfor vår undervekt i aksjer.

Renter

Med nullrente og til og med negativ rente for enkelte statsobligasjoner er rentelandskapet vesentlig forskjellig fra det man tradisjonelt har forholdt seg til.

Når den antatt risikofrie renten er så lav som nå er det lite rom for videre rentenedgang tross stadig nye bunnrekorder de siste månedene. Risk-free return har blitt til returnfree risk. Plasseringer i lange fastrenterobligasjoner fremstår dermed som lite interessant. Vi anbefaler derfor å plassere mesteparten av renteporteføljen i rentepapirer med kort bindingstid.

I en verden som er mager på avkastning er det heldigvis mulighet til å profitere på bankenes manglende utlånsevne og -vilje. Som en effekt av at det er vanskelig å få lån gjennom bankvesenet er kredittmarginene høye til tross for stort tilsig av ny kapital fra aksjetrøtte investorer. Kredittmarginene har gått noe ned den siste måneden, men vi forventer like fullt at de vil forbli høye strukturelt sett i flere år. På tross av en liten nedgang er den løpende avkastningen i kredittobligasjoner tilfredsstillende. Obligasjoner har dessuten den hendige egenskapen at de skal konverteres til kontanter ved forfall, hvilket gjør eksponeringen mot en form for «asset deflation» langt mindre enn i aksjer.

Eiendom

Næringseiendomsmarkedet er avhengig av et utlånsvillig bankvesen for å drive yieldkravene nedover. Bankene er på sin side fullstendig klar over at utlånstapene tradisjonelt har kommet innen næringseiendom, og velger følgelig å være restriktive med tanke på størrelsen på lånet og hvem det lånes til, samt sørger for å ta betalt for risikoen.

Alt annet likt er dette en hemsko for eiendomsprisene, og verdistigning over en bred kjøp ser derfor ikke ut til å være videre sannsynlig. Vi ser ikke for oss at egenkapitalinvestorer skal komme inn i markedet fortere enn bankene trekker seg ut, og følgelig blir det færre penger som jager en gitt mengde bygg.

I mellomtiden er det en del eiendomsforvaltere som kvier seg for å avvike eiendomssyndikater eller eiendomsfond med det fullstendig irrelevante argumentet at rentesikringsavtalene knyttet til eiendommenes lån har negativ verdi. Å anføre et slikt argument for å overbevise investorer om å forlenge eiendomssyndikatet, -fondet eller selskapet grenser til svindel.



Foto: Jarle Aabø

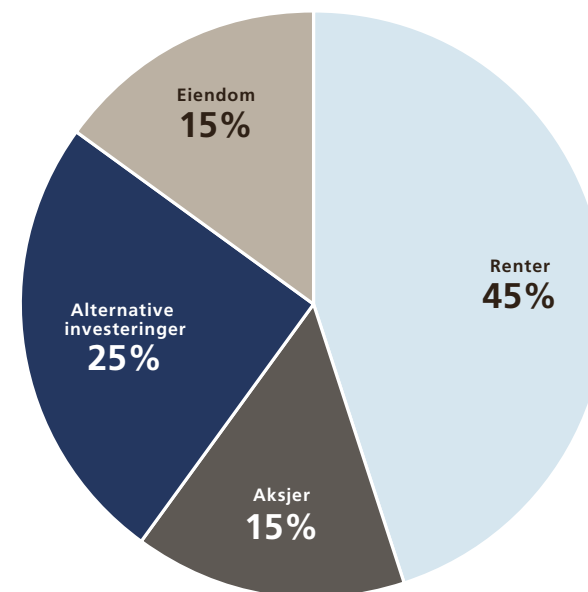
En negativ rentesikringsverdi har sin motpost i at man har høyere renteutgifter frem til utløpet av fastrenteperioden enn man ellers ville hatt. Det er et nullsumspill, og bør derfor ikke være en del av en beslutning om salg- eller ikke salg av eiendommer. I realiteten er nok dette snarere en beslutning på om forvalter skal kunne fortsette å belaste honorar i noen år til eller ikke.

På bakgrunn av de svake utsiktene for prisnivået opprettholder vi vår undervekt i eiendom.

Alternative investeringer

Avkastningspotensial uten direkte sammenheng med verdens-
økonomien kan ikke være annet enn attraktivt i en verden som i beste
fall sniler seg videre, og alternative investeringer kan tilby nettopp dette.
I tillegg har aktivaklassen modnet betydelig over de siste årene med
likvide spesialfond og honorarstrukturer som ikke gjør at all avkastning
havner på forvalterens konto.

Derfor opprettholder vi vår overvekt innen alternative investeringer.



Utvikling sist måned & 2012

	Sist måned (NOK)	2012 (NOK)
S&P 500	-2,0 %	8,5 %
FTSE ALL World	-2,1 %	4,4 %
OSEBX	2,8 %	13,1 %
FTSE Emerging Markets	-5,8 %	-1,2 %

Viktig informasjon / disclaimer

De fleste grafene i denne presentasjonen er utarbeidet i Bloomberg og baserer seg på kilder som anses som pålitelige. NORCAP garanterer ikke at informasjonen er presis eller fullstendig.

Uttalelsene i presentasjonen reflekterer NORCAPs oppfatning på utarbeidelsestidspunktet, og NORCAP forbeholder seg retten til å når som helst endre syn uten varsel.

Denne presentasjonen skal på ingen måte forstås som en ubetinget anbefaling om kjøp eller salg av finansielle produkter. Eventuelle investeringer må ses i sammenheng med kundens finansielle situasjon og kunnskap og erfaring innen finansielle instrumenter. Enhver investering vil typisk være beheftet med risiko, og verdien av denne vil kunne falle så vel som stige.

NORCAP påtar seg intet ansvar for tap eller utgifter som skyldes forståelsen av og/eller bruken av denne analysen. NORCAP, selskapets ansatte samt ansattes og selskapets nærstående kan ha eierinteresser i nevnte produkter eller underliggende selskaper, og kan kjøpe eller selge slike produkter.