

Navigatoren: Boligfrykt

Erik Bruce

Ole Håkon Eek-Nielsen

Joachim Bernhardsen



Faren for en kollaps i boligmarkedet er overdrevet

Valutamarkedet ser ut til å være bekymret for en dyp nedtur i det norske boligmarkedet. Kronen har svekket seg betydelig.

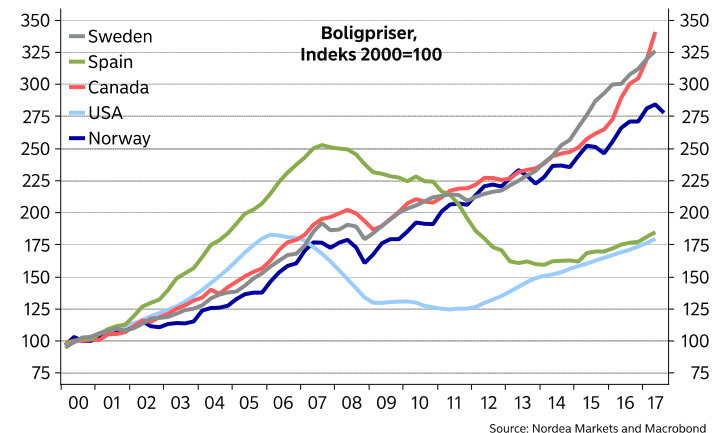
Boligprisene vil trolig falle noen måneder til og det vil bety lavere boligbygging. Men langt fra nok til at det vil true den relativt sterke og bredt baserte konjunkturoppgangen vi nå ser i Norge. Skulle vi ta feil og boligprisene kolliderer slik enkelte hevder vil det se styggere ut.

Boligprisene i Norge har økt mye over flere år. Men prisøkning i seg selv sier lite om faren for et stort fall. Perioder med kraftig fall kommer enten i etterkant av perioder der prisene har økt mye i forhold til inntekt og rente. Eller så faller prisene fordi de makroøkonomiske forholdene har forverret seg med økning i arbeidsledighet og tilstramning i kredittgivningen som følge, som under finanskrisen.

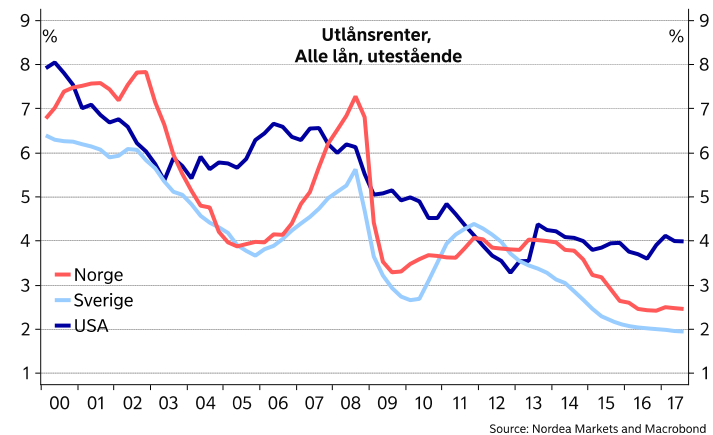
På slutten av 1980-tallet og i løpet av 1990-tallet falt boligprisene kraftig i de nordiske landene. Den gangen skyldtes fallet i alle hovedsak en makroøkonomisk krise.

Midt på 2000 tallet falt også boligprisene kraftig i mange land. I alle fall for USA var fallende boligpriser en grunn til den påfølgende makroøkonomiske krisen. For mange andre land var nok finanskrisen en utløsende årsak til boligprisfallet.

Figur 1: Boligprisene har økt - i noen land



Figur 2: Boliglånsrentene steg mye før nedturen midt på 2000-tallet

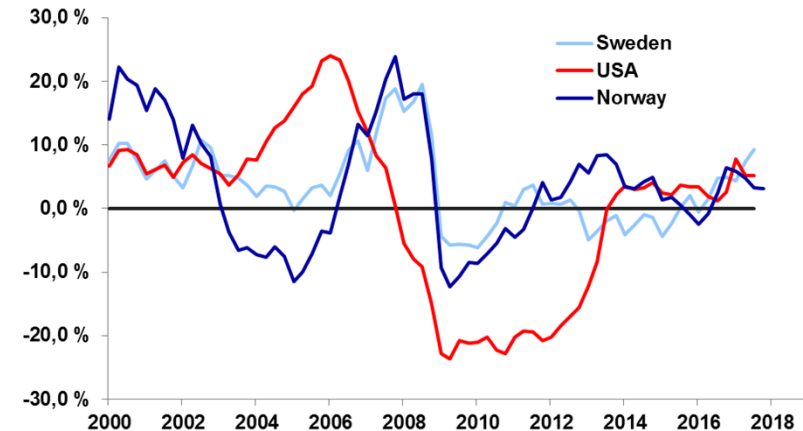


Også her hadde imidlertid boligprisen økt mye i forhold til inntekt og kostnad ved å finansiere en bolig. I takt med oppgangen i boligprisene hadde sentralbankene satt opp rentene.

For å illustrere forskjellen på situasjonen da og nå har vi beregnet «hva jeg råd til indekser» for Norge, Sverige og USA. Indeksen måler hvor stor andel av inntekten en boligkøper som kjøper en bruktbolig til dagens pris må bruke på renter og avdrag for å betjene boliglånet. Vi har forutsatt 25 års nedbetaling og 15% egenkapital. Vi har valgt felles avdragsprofil og egenkapitalandel på tvers av land for å lette sammenligningen, men hovedkonklusjonen vil ikke bli endret med mer landsspesifikke forutsetninger.

Figuren viser prosentvis avvik mellom fem års-snitt for indeksen og dagens nivå. I forkant av boligprisfallet midt på 2000 tallet økte indeksen kraftig. Kostanden ved å betjene renter og avdrag ved et boligkjøp økte mye, både fordi boligprisene og renta steg. Bolig ble raskt dyrt og faren for en boligpriskollaps var stor. Dårlig kredittstandard i USA («subprime»), kredittinnstramning og makroøkonomisk nedtur bidro til en langvarig nedtur i mange land.

Figur 3: Boligprisen har ikke økt mye i forhold til inntekt og renter (Hva jeg har råd til-indeks, avstand til 5års snitt)



I dag er situasjonen annerledes prisen har ikke økt mye i forhold til inntekt og renter. Bolig er ikke spesielt dyrt. Samtidig er de makroøkonomiske utsiktene gode.

Markedets frykt for en kollaps i boligmarkedet virker overdrevet.

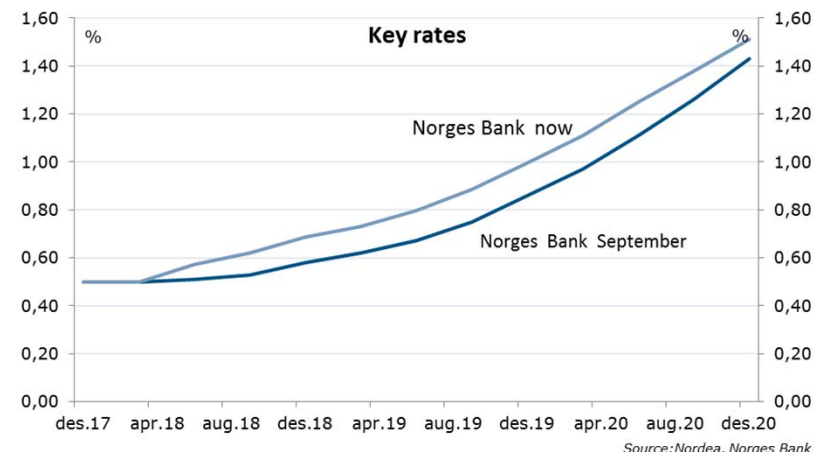
Korte renter: Forankret inntil videre

- I en situasjon der markedet ikke venter noen renteendringer fra Norges Bank, blir Nibor en viktig driver for korte swapper. Nibor har holdt seg relativt lav siden forrige Navigatør i underkant av 80bp. 2 års swaprente ligger nå 25bp over Nibor. Vi mener dette reflekterer en viss terminpremie og at markedsprisingen er konsistent med Norges Bank på hold.
- Norges Banks nye renteprognose 14. desember vil bekrefte at det ikke er aktuelt med en snarlig renteøkning. Utvikling i kronekurs og arbeidsledighet spesielt tilsier likevel at renteprognosen vil bli oppjustert. Vi tror første renteøkning kan bli flyttet fra sommeren 2019 til starten av 2019. Det kan gi en liten reaksjon opp i korte swapper.
- Det har vært mindre reaksjoner i Nibor frem mot årsskiftet enn det vi så i fjor. Vi tror Nibor vil forbli relativt stabil mellom 0,8 og 0,90% en stund fremover. Utover i 2018 kan strammere dollarlikviditet som følge av reversering av QE i USA, som omtalt i tidligere Navigatører, trekke påslaget noe høyere.
- I sum: den korte delen av swapkurven er hovedsakelig forankret av en styringsrente som vil bli liggende uendret det neste året. Endringer i påslaget og internasjonale renter vil stå for bevegelsene, men vi venter ikke store endringer på den nærmeste tiden.

Figur 4: Pengemarkedsrenter er en viktig driver for første del av rentekurven med en sentralbank på hold



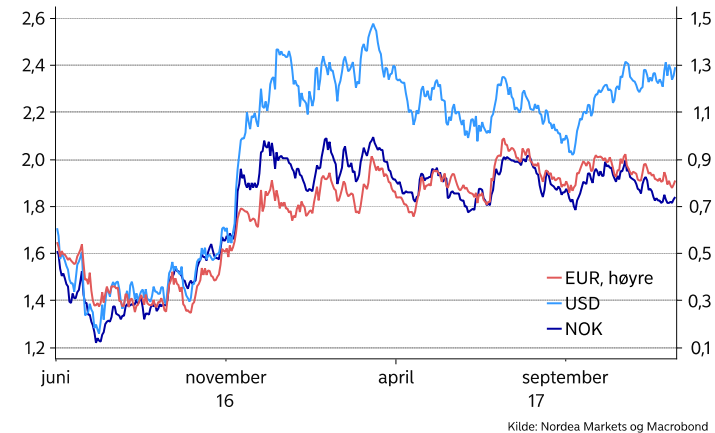
Figur 5: Første renteøkning vil fremskyndes i den nye renteprognosen



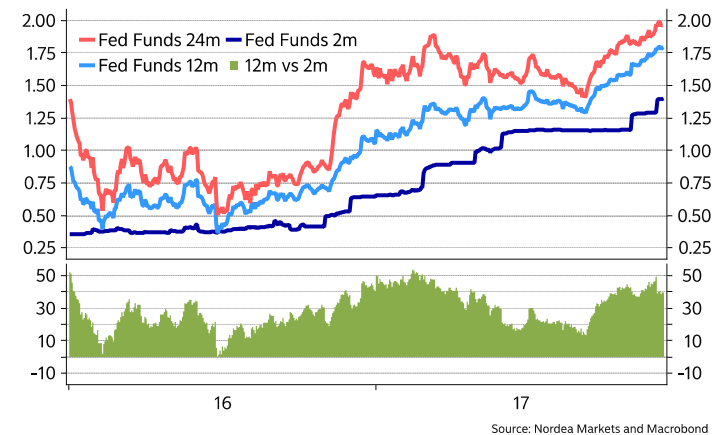
Lange renter: Markedet mer optimistisk på Fed

- Norske lange renter har ligget i en sideveis trend store deler av året, 10-åringen mellom 1,8 og 2%. Den siste tiden har rentene falt mot bunnen av denne rangen. Også lange europeiske renter har falt noe tilbake, mens i USA holder de lange rentene seg oppe (figur 6).
- Det er imidlertid påfallende at lange amerikanske renter ikke har steget mer, ettersom rentene er betydelig opp i kortenden av den amerikanske kurven (figur 7).
- Skatteplanen til Trump har kommet en god del nærmere, nøkkeltallene har vært gode og markedet har oppjustert synet på Fed. Resultatet er en oppgang på 50 bp i 2-årswappen siden september.
- Hva gjelder Fed så priser markedet litt over 3 renteøkninger fra i dag til slutten av 2019. Med tanke på hva vi tror Fed faktisk kommer til å levere virker dette fortsatt moderat.
- Gitt prisingen av Fed så langt i denne syklens med renteøkninger virker imidlertid prisingen av Fed fornuftig. Markedet har vært lite villig til å prise betydelig mer fra Fed det næmeste året enn det gjør nå (figur 7).
- Trenden har vært at prisingen av Fed justeres opp etter hvert som renteøkningen nærmer seg. Fed har dermed levert mer enn det markedet priser. Dette gir trend opp i korte renter (figur 8).

Figur 6: Norske renter har falt tilbake i det siste, mens amerikanske renter har holdt seg oppe, 10år swaprenter



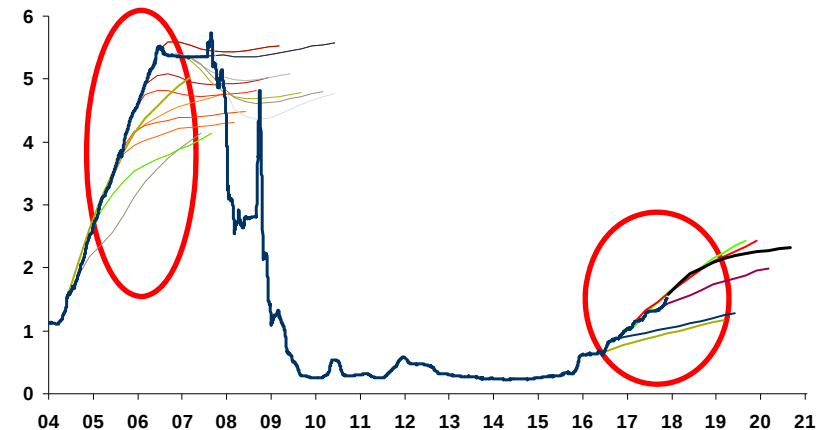
Figur 7: Det neste året begynner å bli relativt bratt for denne syklens å være, men mellom 12 og 24 måneder er prising lav



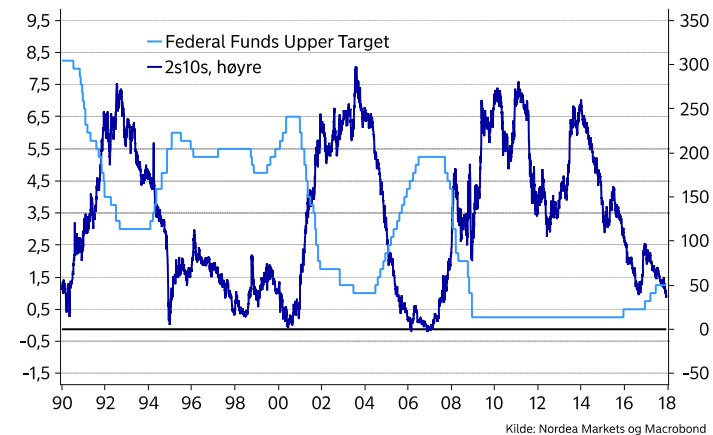
Lange renter: Svært flat kurve i USA

- Vi tror trenden opp i korte renter vil fortsette over tid, men på kort sikt skal det trolig en del til før markedet priser mer fra Fed. Markedet priser fortsatt lite fra Fed for 2019, men utviklingen så langt har vist at Fed faktisk må levere renteøkninger før prisingen lenger fram tiltar.
- Oppgangen i korte renter har i liten grad slått over i de lange rentene. Det skyldes at lange forwardrenter er noe ned. Kurven har dermed flatet betydelig.
- Det er sjeldent at lange forwardrenter faller samtidig som korte renter stiger. En forklaringsfaktor kan være at lange forwardrenter i eurosonen har falt tilbake, som en reaksjon på siste rentemøte i ECB. En midlertidig faktor kan også være at skattereformen i USA intensiverer foretak til å fremskynde pensjonssparing før nyttår. Det gir ekstra press på å plassere i den lange delen av kurven.
- Som figur 9 viser er differansen mellom 2 og 10 års swap lav, under 40bp. Etter hvert venter vi at oppgangen i korte renter vil slå over i lange renter. Det er uvanlig at kurven er såpass flat når rentenivået er så lavt som nå. Videre ser vi at kurven aldri har invertert tidligere, selv når korte renter har vært betydelig høyere.

Figur 8: Ikke uvanlig at markedet undervurderer Fed når renten heves



Figur 9: Den amerikanske kurven har blitt svært flat



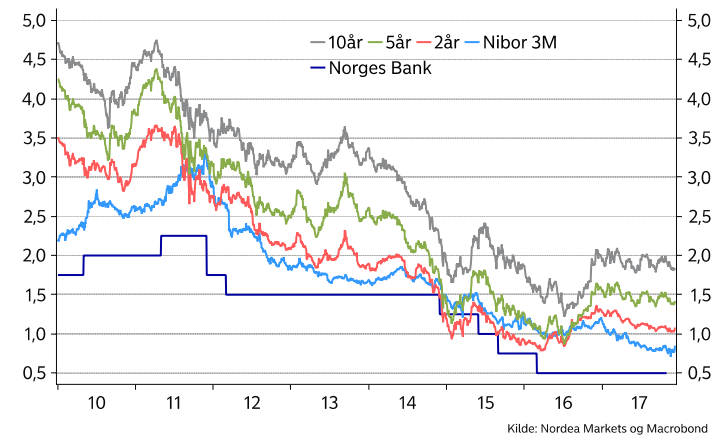
Oppsummering rentemarkedet

- Markedssyn:
 - Norges Bank vil sannsynligvis ligge på hold ut neste år. Dette tilsier at flytende rente vil forbli lav og at korte swaprenter er forankret rundt dagens nivå i tiden fremover.
 - Vi tror oppgangen i korte amerikanske renter vil fortsette. Men ettersom markedet har blitt mer fornuftig på Fed, må vi trolig litt ut i 2018 å se at Fed faktisk leverer renteøkninger før vi ser et nytt løft i korte renter.
 - Den amerikanske kurven er svært flat. Potensialet for rentefall er dermed begrenset. Etter hvert venter vi at oppgangen i korte renter vil slå over i lange amerikanske renter. Det vil også trekke norske lange renter opp.

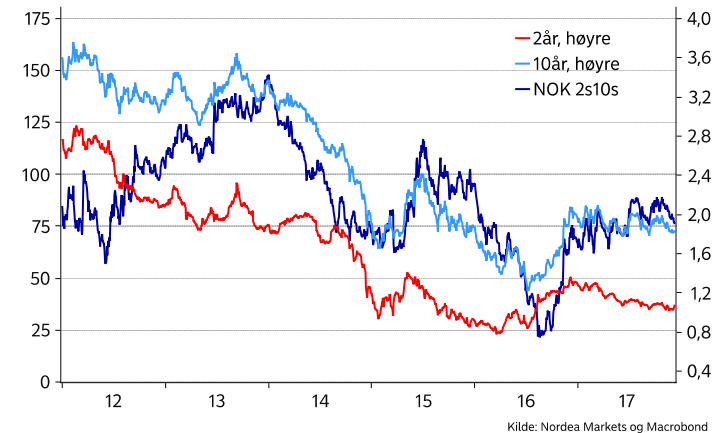
Strategisk vurdering

- Låntagere bør ha en høy andel flytende rente / lav sikringsgrad for å dra nytte av at flytende rente er og vil forbli lav en god stund til.
- Låntagere bør konsentrere sikringene i den lange delen av kurven fordi en renteoppgang etter alt å dømme vil være drevet av internasjonale forhold og være størst i den lange delen av kurven.
- Dette kan gjøres ved nye lange sikringer eller forlengelse av eksisterende sikringer. Figur 11 viser at nivået på lange renter er korrelert med kurvebratthet.

Figur 10: Norske renteswapper



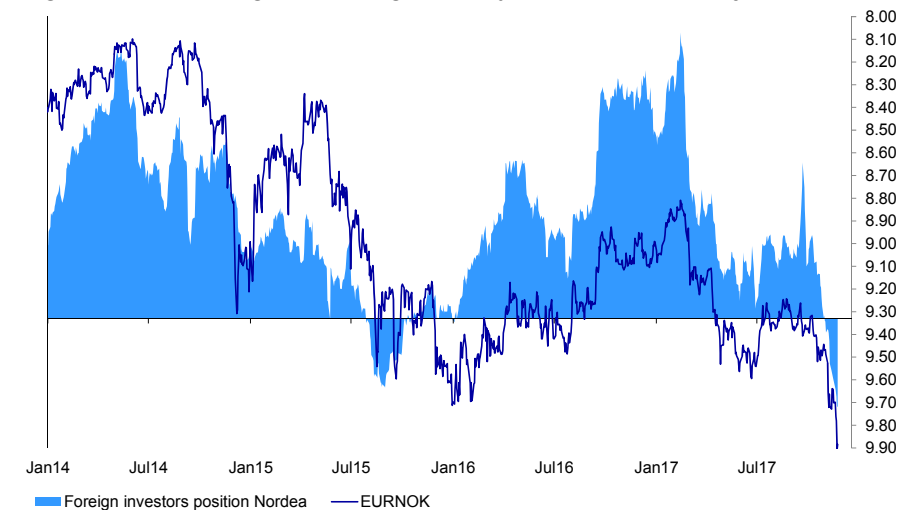
Figur 11: Rentenivå og kurvefasong er korrelert



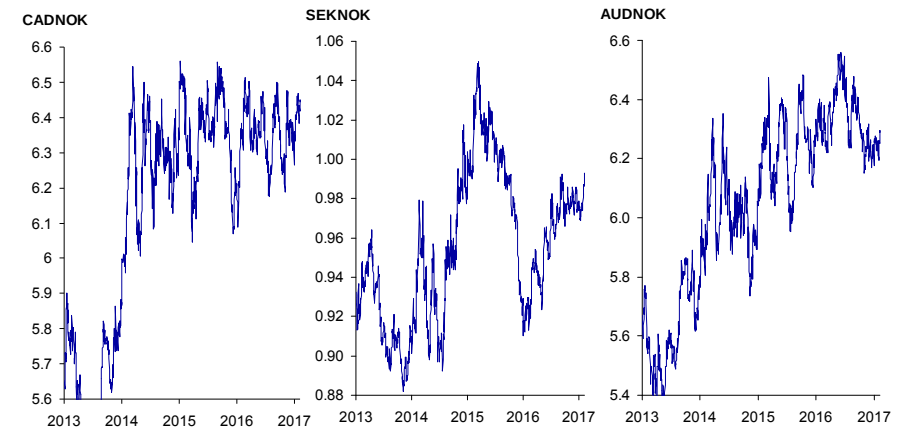
NOK-pessimisme på høygir

- EURNOK har steget og NOK har svekket seg betydelig
 - Utlendinger har solgt like mye som da oljeprisen falt i 2014 og 2015
 - Kan være motivert av sesongmønsteret som er negativt for NOK på denne tiden av året
 - SEKNOK, AUDNOK og CADNOK er forholdsvis uberørt
 - Disse landene har trolig boligmarkedsbekymringen til felles
 - Boligpriser som har steget lenge og mye og som nå viser tegn til å falle
 - Vi deler ikke dette synet på boligmarkedet og tror egentlig norsk økonomi tåler et større fall uten alvorlige konsekvenser
 - Vi ser en betydelig oppside i oljeinvesteringene neste år
 - Arbeidsledigheten i Norge er tilbake til nivåer sist sett før oljeprisen begynte å falle
- Mulige triggere for et vendepunkt for NOK
 - Vekst i boligprisene ville vært velkommen men det vil ta tid før man er sikker på at prisene faktisk har snudd
 - Norges Bank kan virke NOK-positive hvis de oppjusterer rentebanen i desember mens markedet for øvrig ser for seg en bekymret sentralbank.

Figur 12: Utlendinger har solgt like mye NOK som da oljeprisen falt



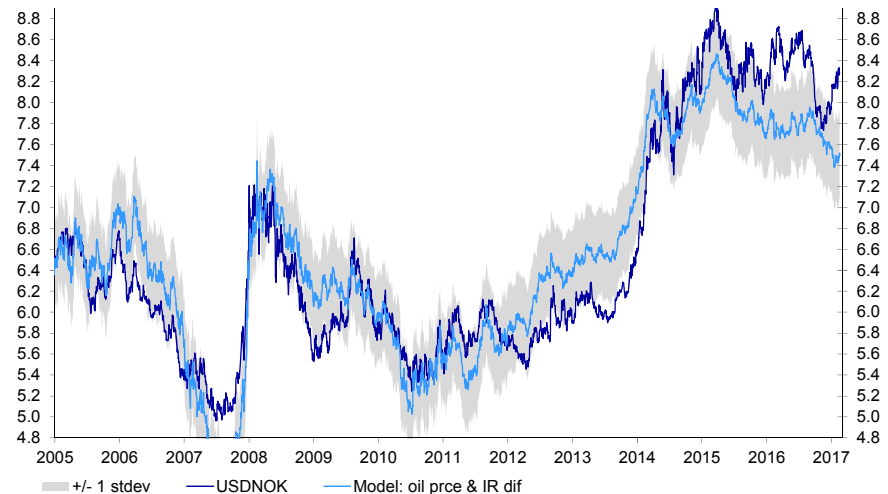
Figur 13: Andre valutaer med boligmarked i fokus uendret mot NOK



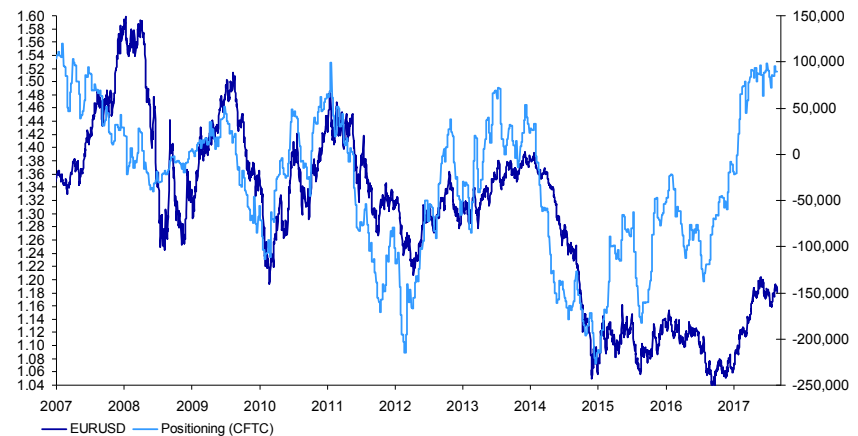
USDNOK – svak USD og svak NOK

- Med svakere NOK har USDNOK steget noe, men USD har samtidig svekket seg mot andre valutaer
 - Rentemarkedet legger liten vekt på muligheten for en bratt renteoppgang i USA, men korte renter stiger i takt med renteøkningene fra FED
 - Valutamarkedet legger liten vekt på oppgangen i amerikanske renter
 - EURUSD har steget i hovedsak med forventninger om strammere pengepolitikk fra ECB
 - EURNOK har steget mer enn EURUSD som følge av frykt for norsk boligprisfall
 - Oppgangen i USDNOK virker overdrevet fra NOK-siden, men ikke fra USD-siden
- I sum nedsiderisiko i USDNOK
 - Feilprisingen av NOK er trolig større enn i USD
 - Vi ser for oss en betydelig oppside i NOK etter hvert som man innser at boligmarkedet ikke er mye å frykte
 - Posisjoneringen i EURUSD kan forhindre et stort fall i USDNOK
 - Markedet kan vektlegge amerikanske renter sterkere, og amerikanske renter kan øke forventningene til FED betydelig

Figur 14: USDNOK har steget mer enn driverne skulle tilsi



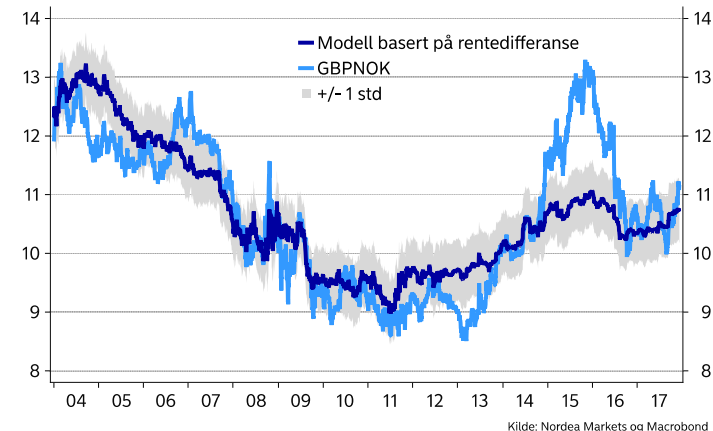
Figur 15: Men markedet er long EURUSD



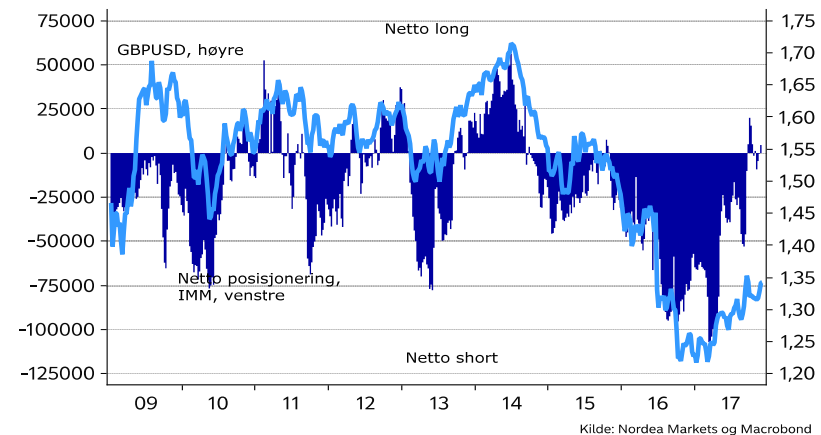
GBPNOK: Brexit vs. boligfrykt

- Som ventet satt Bank of England opp renten med 0,25%-poeng i november. Pressemeldingen var imidlertid litt soft, og det var lite som vitnet om en fortsettelse av tilstrømmingen. Neste renteøkning kommer først om noen år.
- Handelsvektet GBP har likevel styrket seg gjennom høsten. Brexit-forhandlingene ser ut til å gi resultater og en avtale virker innen rekkevidde. Det er bl.a enighet om Brexit-regningen, den såkalte «divorce bill».
- Men det er fortsatt hindringer før man kan gå videre i prosessen og diskutere en avtale som skal følge i tiden etter Brexit. Grensen mot Irland er det mest sentrale for øyeblikket.
- Brexit-skyggen vil henge over GBP i lange tid, og som Carney sier så kan ikke pengepolitikken redde UK: *“Monetary policy cannot prevent... the weaker real income growth that is likely to accompany that adjustment over the next few years.”*
- Vekstutsiktene er svake og det vil reflekteres i svak GBP. NOK er imidlertid selv svak, slik at GBPNOK har gått for oppsiden i det siste. Vi deler ikke markedets syn på at det norsk voligmarkedet går i vegg, og venter følgelig sterkere NOK, også mot GBP.

Figur 16: GBPNOK er mer eller mindre “fair” gitt rentedifferanse



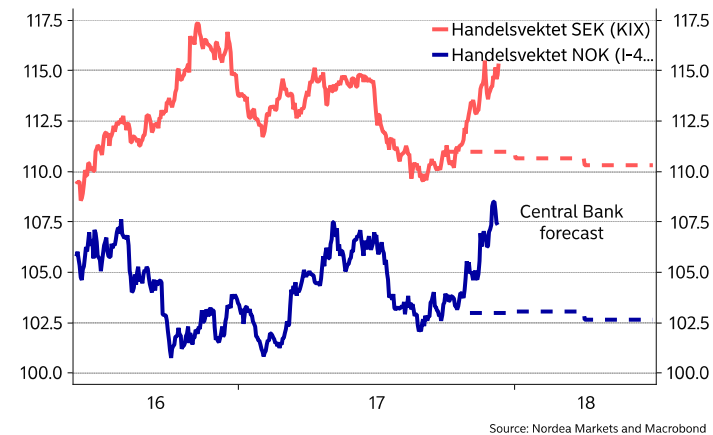
Figur 17: Markedet begynner å bli long GBP



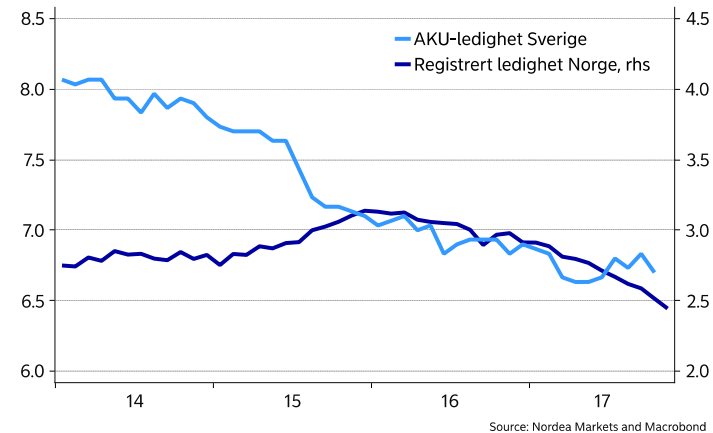
SEKNOK: Boligfrykt i begge land

- SEK har blitt truffet av det samme som NOK: Et kraftig sell off som følge av frykt for en dypere nedtur i boligmarkedet. Figur 18 viser at begge valutaer har svekket seg langt mer enn de respektive sentralbanker ventet.
- Fra vårt ståsted er også vurderingen mye det samme mellom de to boligmarkedene: Hverken det svenske eller norske boligmarkedet går i veggen (ref top story). Kostanden ved å kjøpe bolig er ikke urovekkende høy i noen av landene sammenlignet med historikken.
- I det ligger også at vi tror både NOK og SEK kan styrke seg etter hvert som risikopremien knyttet til boligmarkedet fases ut.
- Hvem har vi størst tro på? NOK. Norsk økonomi går så det suser, ledigheten faller og kapasitetsutnyttningen er høyere enn det Norges Bank anslår. Sentralbanken blir nødt til å justere opp renteprognosen, Hvis ikke NOK styrker seg (noe vi tror) så er en renteøkning i slutten av 2018 ikke usannsynlig, og da får vi i alle fall sterkere NOK.

Figur 18: Boligprispremie i både SEK og NOK



Figur 19: Sterkere moment i norsk økonomi



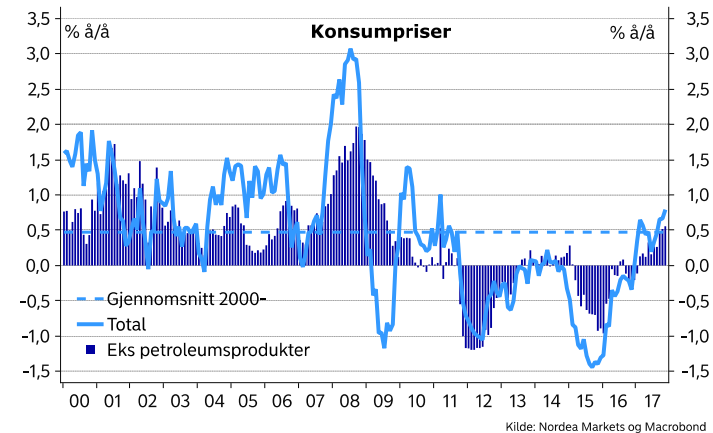
CHFNOK: CHF trender svakere

- Trenden med svakere CHF fra i høst har fortsatt i vinter, og EURCHF har brutt gjennom 1,17. NOK holder seg imidlertid svak så CHFNOK ligger på 8,35.
- Tapering-avgjørelsen fra ECB tidligere i høst bidrar trolig til å trekke CHF svakere. Det var jo forestående QE fra ECB som var hovedgrunnen til at SNB ga opp 1,20-gulvet i EURCHF i starten av 2015. Ikke unaturlig så fører mindre QE til svakere CHF.
- QE i eurosonen er imidlertid ikke over enda. Fra nyttår reduseres kjøpene til EUR 30mrd måned, men det skal pågå helt fra til september, i følge ECB.
- CHF er på vei mot mer riktige nivåer. Vi tror det vil fortsette over tid, men at tempoet i svekkelsen vil være langsommere enn over de siste månedene.
- Hvis vår tro på sterkere NOK slår til er det dermed duket for nedsiden i CHFNOK.

Figur 20: CHF trender svakere, men NOK-benet mangler



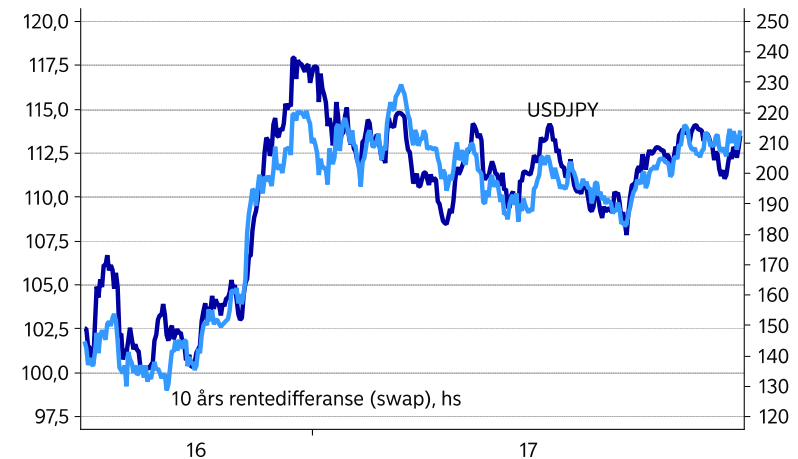
Figur 21: Svakere CHF hjelper på inflasjonen



JPYNOK: Lange renter vil trekke JPY svakere over tid

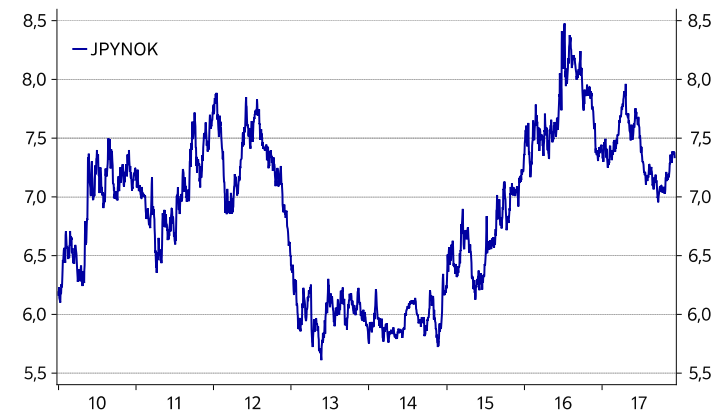
- Lange renter, en viktig driver for JPY, er lite endret gjennom den siste tiden. Det er også små endringer i JPY.
- Som vi skriver i rentedelen er det ikke mangel på bevegelse i den korte delen av den amerikanske rentekurven. Så lenge dette ikke slår over i lange renter er effekten på JPY liten.
- Vi venter etter hvert at oppgangen i korte renter slår over i lange renter. Med en normalisering av renten i USA og nedbygging av Feds balanse bør rentedifferansen trekke i USD-favør. Bank of Japan kjører tross alt fortsatt en svært ekspansiv pengepolitikk.
- Med vår tro på sterkere NOK og svakere JPY venter vi lavere JPYNOK. Det kan imidlertid ta litt tid. Markedet er ikke enig med vårt syn på det norske boligmarkedet enda.

Figur 22: Rentedifferansen vil etter hvert trekke JPY svakere



Kilde: Nordea Markets og Macrobond

Figur 23: JPYNOK kan komme ned med tid



Kilde: Nordea Markets og Macrobond

Prognoser

Finansielle data

		Prognoser			
		3M	6M	1Y	2Y
USDNOK	8,33	8,05	7,61	7,08	6,75
EURNOK	9,78	9,10	8,90	8,50	8,50
JPYNOK	0,0734	0,0719	0,0661	0,0605	0,0562
SEKNOK	0,98	0,96	0,96	0,93	0,94
DKKNOK	1,31	1,22	1,20	1,14	1,14
CHFNOK	8,36	7,84	7,61	7,20	7,08
GBPNOK	11,25	10,00	9,89	9,66	10,00
EURUSD	1,17	1,13	1,17	1,20	1,26
USDJPY	113,49	112,00	115,00	117,00	120,00
EURSEK	9,98	9,50	9,25	9,15	9,00

		Prognoser			
Renter	spot	3M	6M	1Y	2Y
NOK Leading rate*	0,50	0,500	0,50	0,50	0,750
NOK 3M Nibor	0,81	0,850	0,85	0,85	1,100
NOK 2Y Sw ap	1,06	1,100	1,15	1,40	1,900
NOK 10Y Sw ap	1,84	1,950	2,10	2,35	2,800
EUR Leading rate*	-0,40	-0,400	-0,40	-0,40	-0,150
EUR 3M Euribor	-0,33	-0,350	-0,35	-0,35	-0,050
EUR 2Y Sw ap	-0,19	-0,100	-0,10	0,00	0,450
EUR 10Y Sw ap	0,79	0,900	1,00	1,20	1,550
USD Leading rate*	1,25	1,500	1,75	2,25	3,000
USD 3M Libor	1,52	1,600	1,85	2,35	3,100
USD 2Y Sw ap	1,98	1,950	2,35	2,85	3,500
USD 10Y Sw ap	2,33	2,550	2,90	3,30	3,650
SEK Leading rate*	-0,50	-0,500	-0,50	-0,25	0,250
SEK 3M Stibor	-0,61	-0,500	-0,40	-0,15	0,350
SEK 2Y Sw ap	-0,24	-0,050	0,05	0,60	1,200
SEK10Y Sw ap	1,09	1,200	1,65	1,80	2,400

Nordea Markets er det kommersielle navnet på Nordeas internasjonale kapitalmarkedsaktiviteter.

Opplysningene her er bare for diskusjonsformål og for bruk av mottakere som materialet er rettet mot. Opplysningene er utarbeidet av og gjenspeiler Nordea Markets nåværende vurdering. Dette dokumentet er ikke en utfyllende beskrivelse av produktet eller dets risiki. Det gis ingen garanti for at opplysningene er nøyaktig eller komplette.

Opplysningene er ikke ment å være og er ingen råd om investering og skal heller ikke ses på som et tilbud eller en oppfordring til kjøp eller salg av et finansielt instrument. Opplysningene her tar ikke høyde for mottakerens økonomiske situasjon eller investeringsbehov. Det må alltid innhentes relevante og profesjonelle råd før man tar en investerings- eller kredittbeslutning. Tidligere resultater gir ingen garanti for fremtidige resultater. Nordea Markets er ikke og skal ikke ses på som rådgiver for så vidt angår juridiske, skattemessige, regnskapsmessige eller lovbestemte forhold i et rettsområde.

Dette dokumentet skal ikke gjengis, distribueres eller offentliggjøres uten skriftlig forhåndsgodkjennelse av Nordea Markets.