

Eiendomsmarkedet

– mot priskrakk eller myk landing?
(Eller evig opptur?)

*Jubileumsseminar for Knut Boye
Bergen, 9. februar 2007*

Harald Magnus Andreassen

Den forunderlige beretningen om da mange fikk det for seg at Norge holdt på å gå tom for tomt

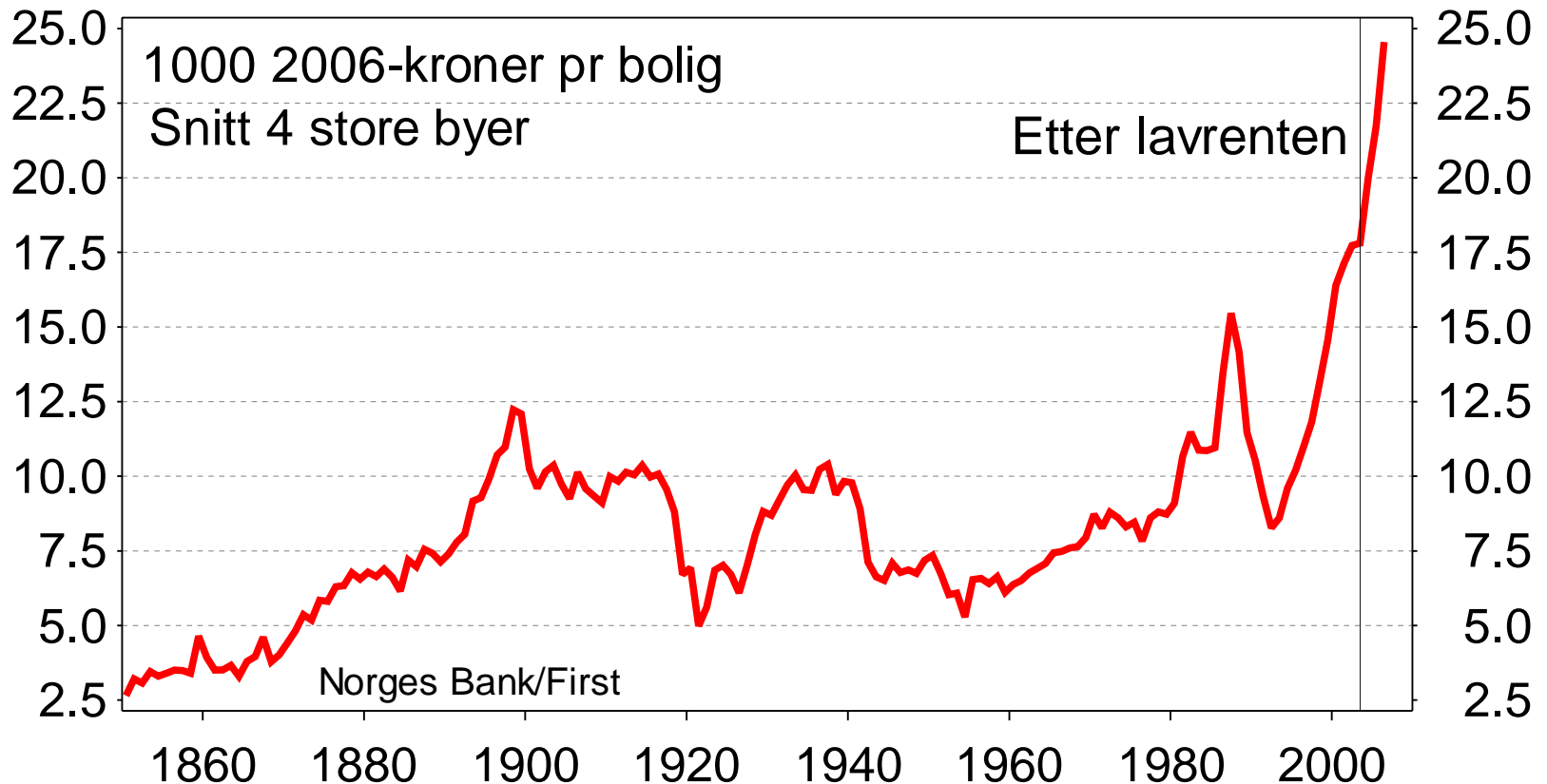
Bergen, februar 2008

Harald Magnus Andreassen

Noen stiliserte fakta

Boligprisene har steget

Norske boligpriser 1860 - 2005

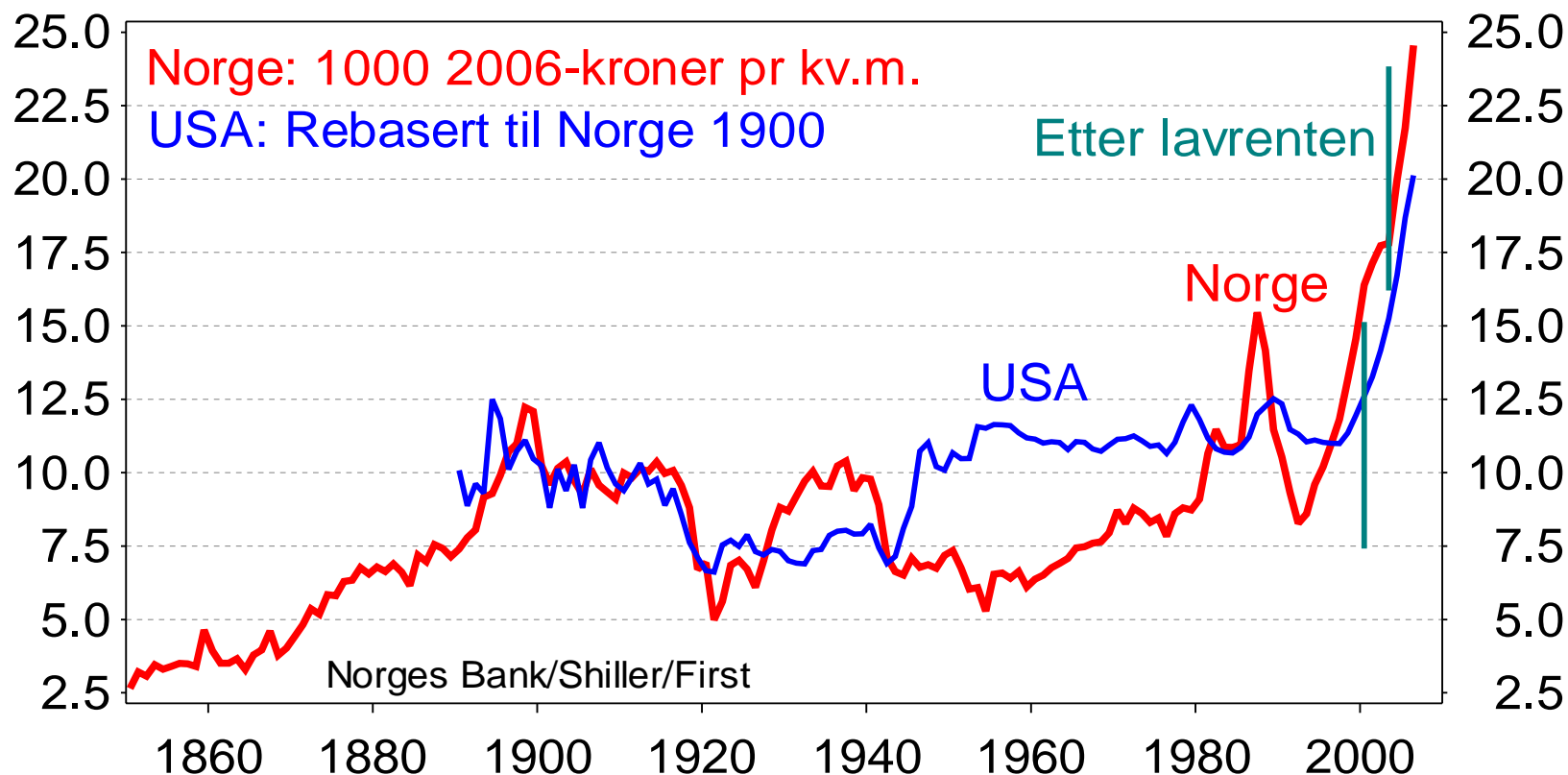


Nominelt 60% siden renten kom ned i 2003

Source: EcoWin, First Securities

Og det er ikke bare her!

Boligpriser USA vs. Norge



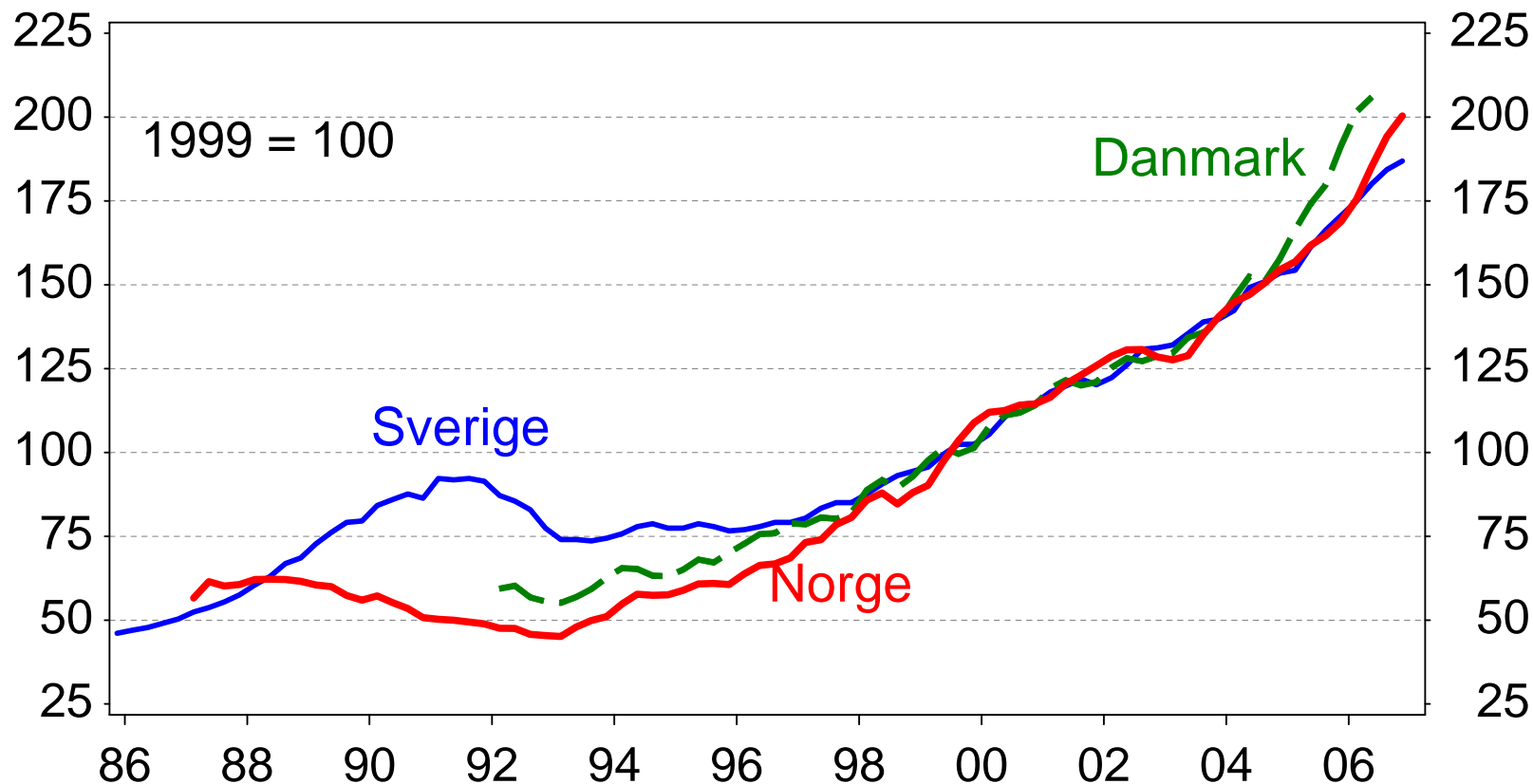
Source: EcoWin, First Securities

Take-off i USA etter at Fed kuttet renten fra 6,5% til 1%

Markedet snudde ned da renten passert 3,75%

.. og flere naboer er med --- og mange, mange andre

Boligpriser i Skandinavia

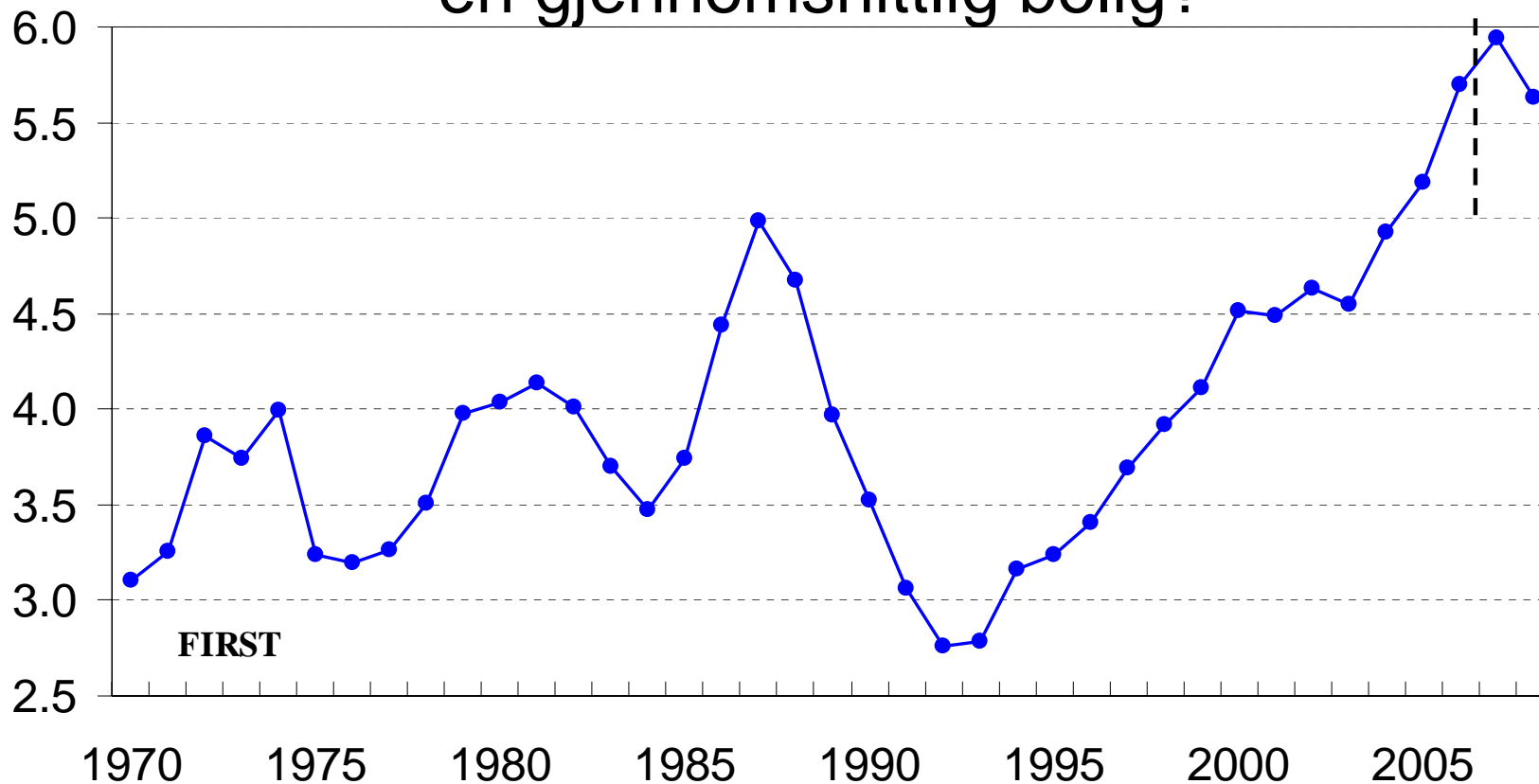


Source: EcoWin, First Securities

Selv om det kan begynne å butte hos noen av dem nå, sies det

Boligpris vs. inntekt: Boligprisene ER høye

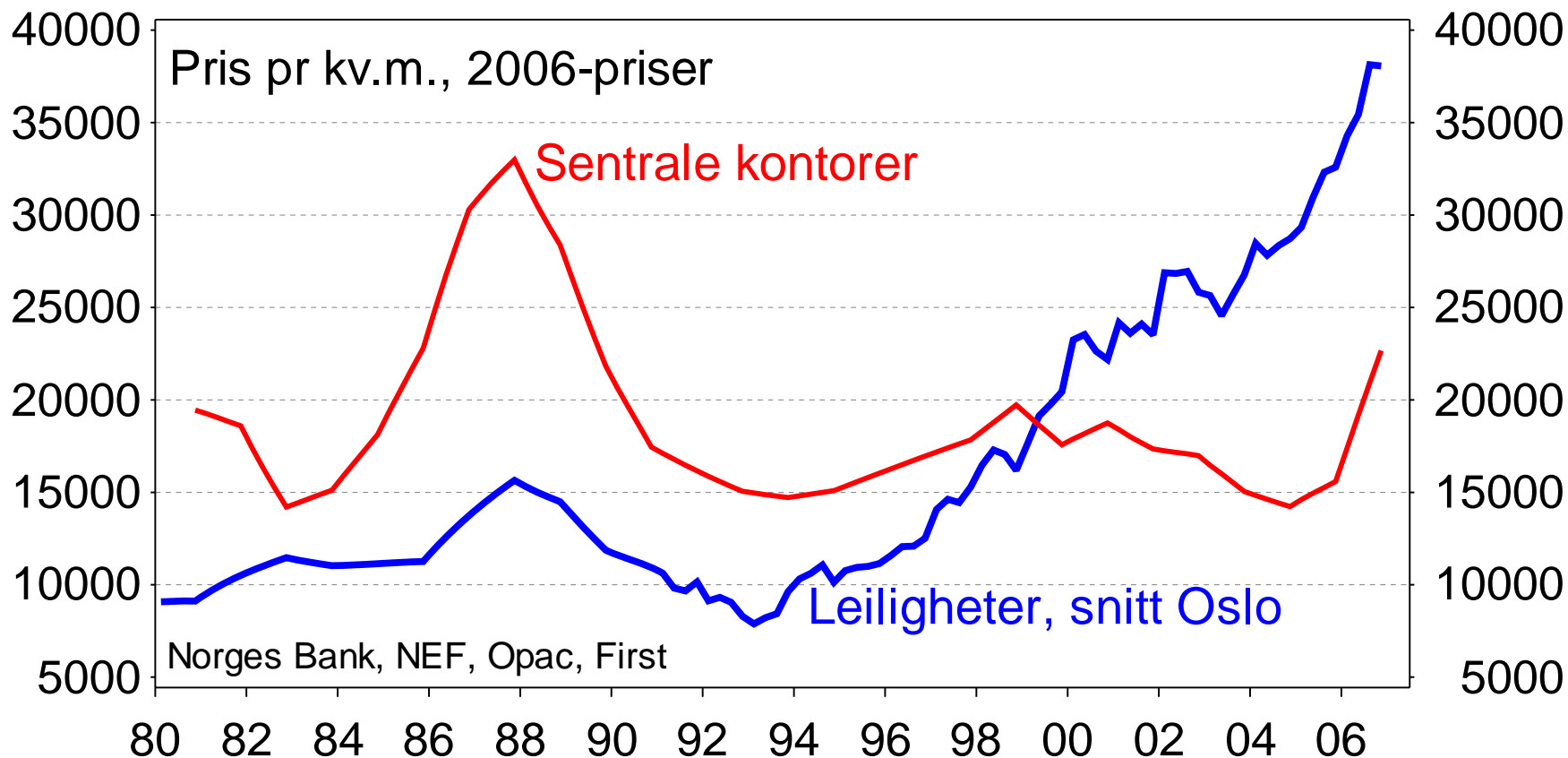
Hvor mange årslønner koster en gjennomsnittlig bolig?



Færre personer pr. bolig, men flere i jobb, går opp i opp

Litt rart? (Eller hvorfor bygges det boliger, ikke så mye næring..?)

Oslo - Boligpriser vs. kontorpriser

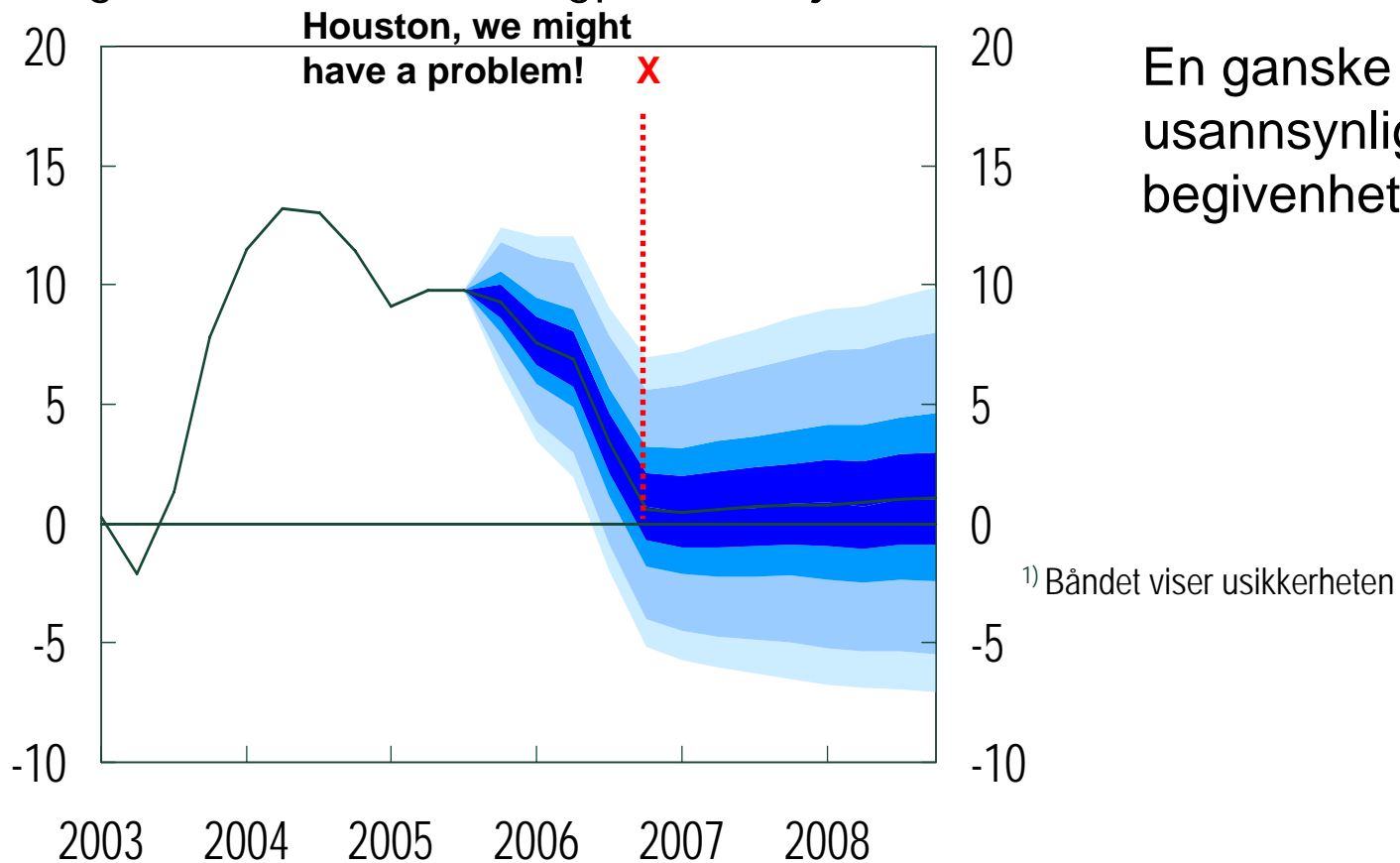


Source: EcoWin, First Securities

Prognosemarkerne og modellene har bommet

We are in uncharted territory (I alle fall Norges Banks)

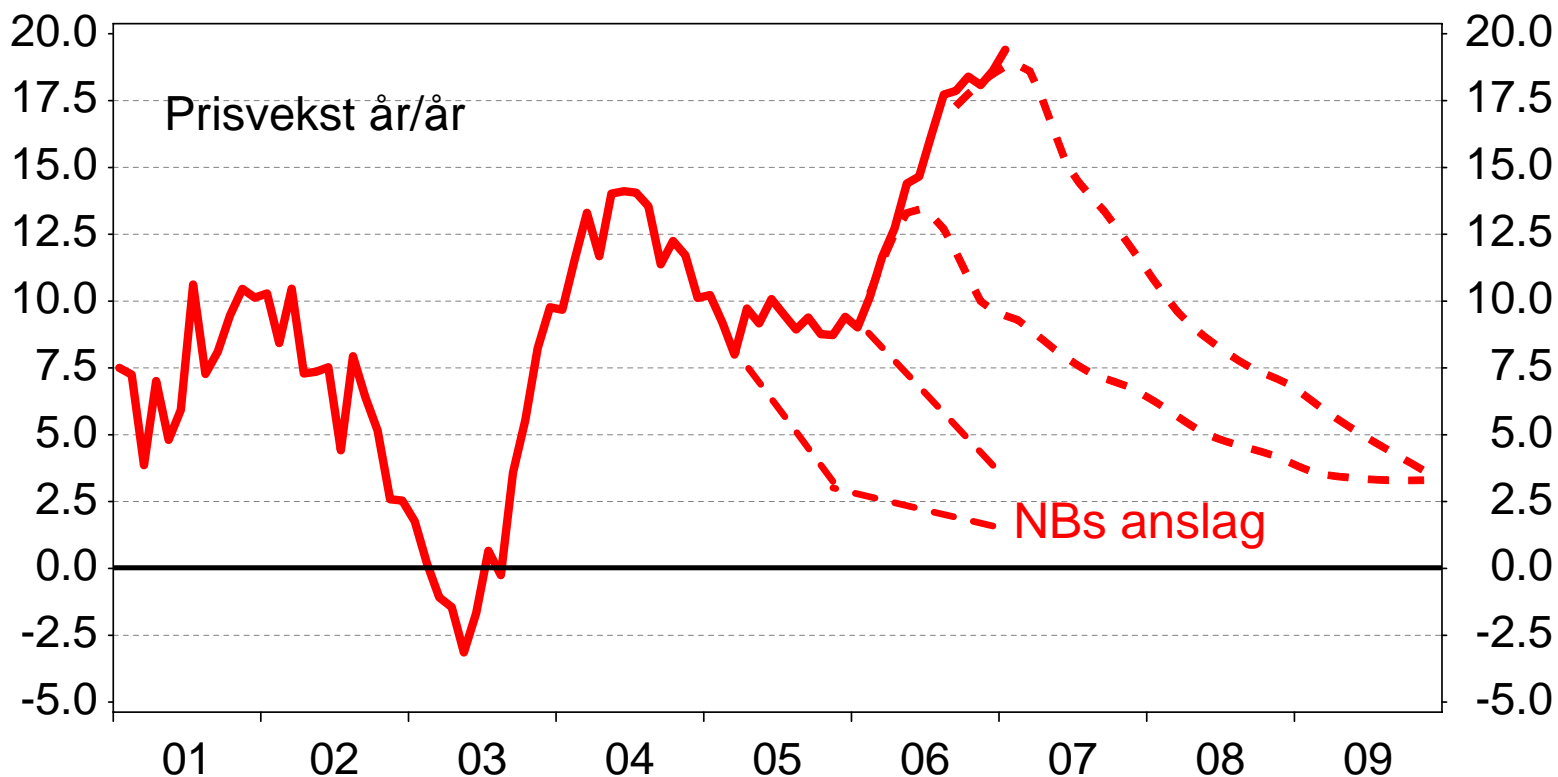
Norges Bank Ventet boligprisvekst juni 2005



Arbeidsledigheten har falt mer enn ventet, men nye modeller og data klarer likevel ikke å forklare mer enn halvparten av avviket

Det kommer nye planer, og en dag får Norges Bank rett...

Boligprisene vs. Norges Banks anslag

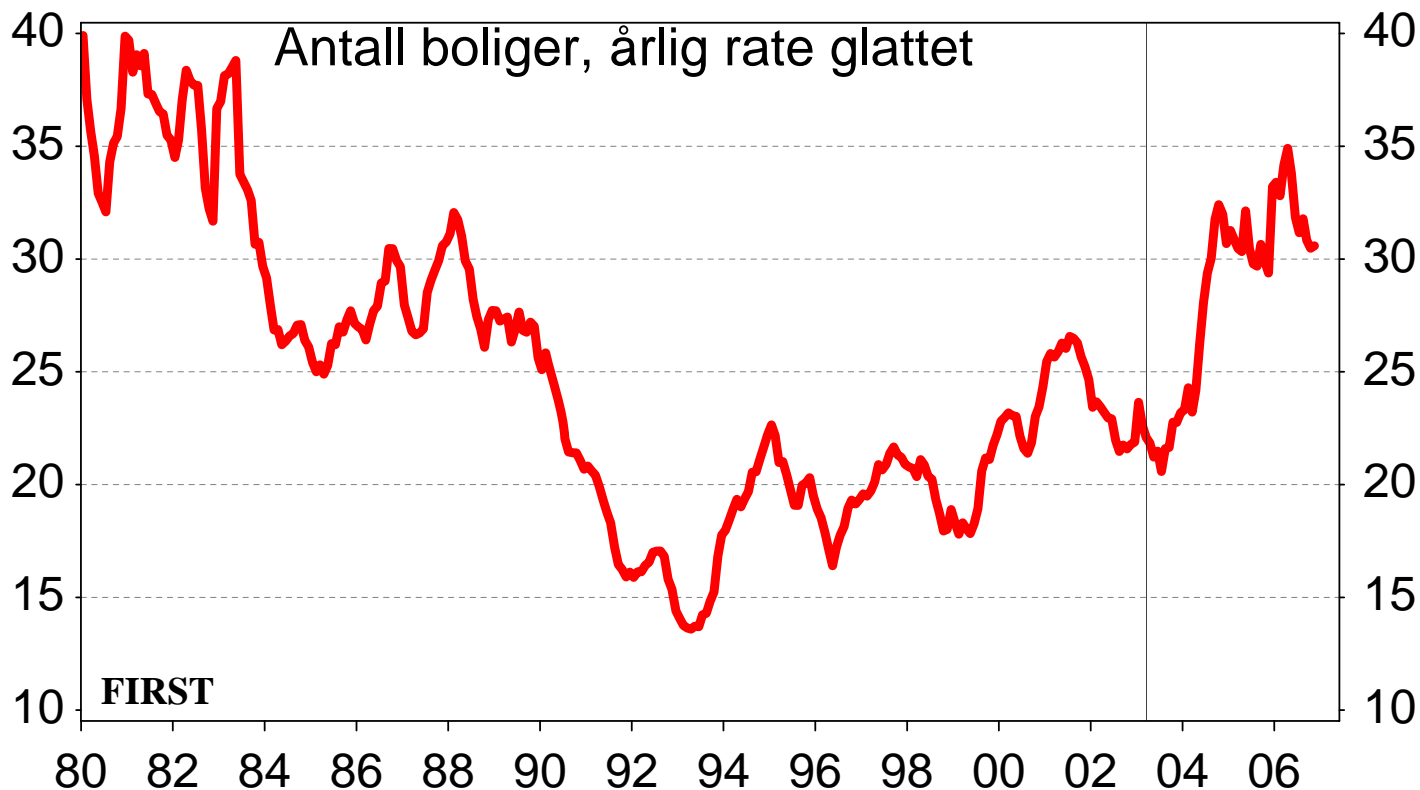


Source: EcoWin, First Securities

.. og kanskje mer enn det?

Tilbudssiden har reagert

Boligbyggingen

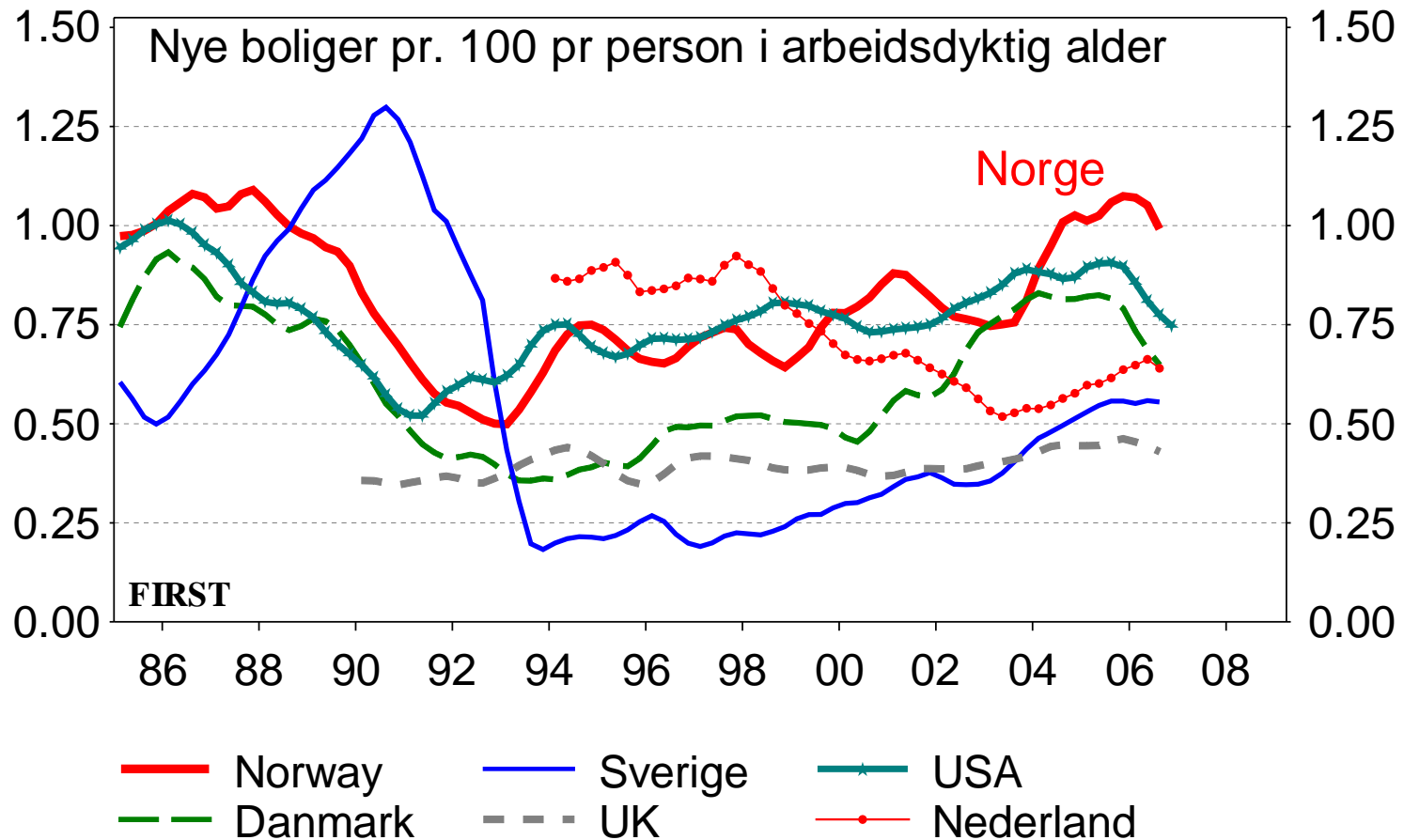


Source: EcoWin, First Securities

- Fordi bruktpreisene er så høye at det er meget lønnsomt å bygge nytt

..vi bygger best! (i alle fall mest..)

Boligbyggingen

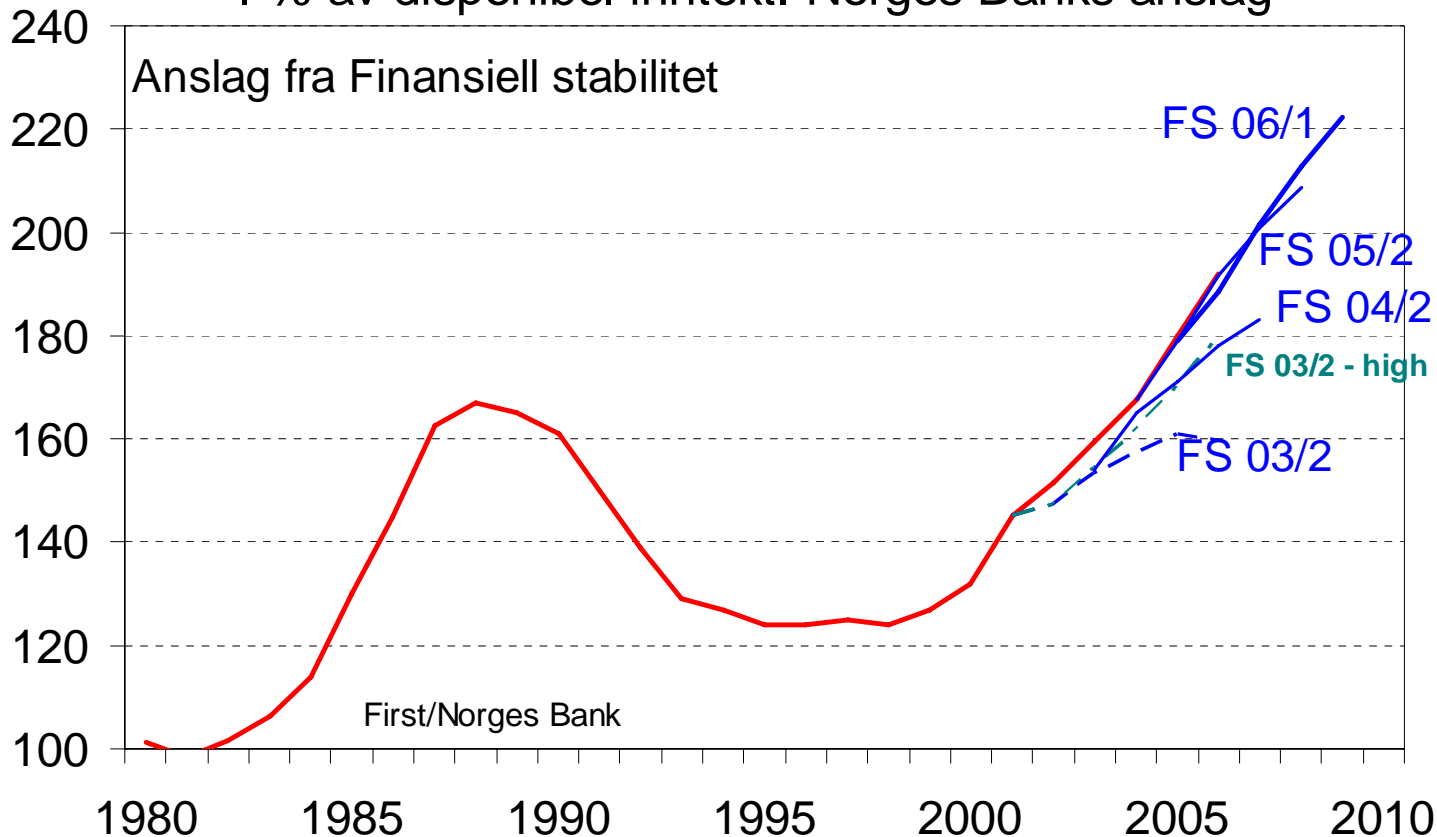


Source: EcoWin, First Securities

Det begynner å balle på seg, i makro...

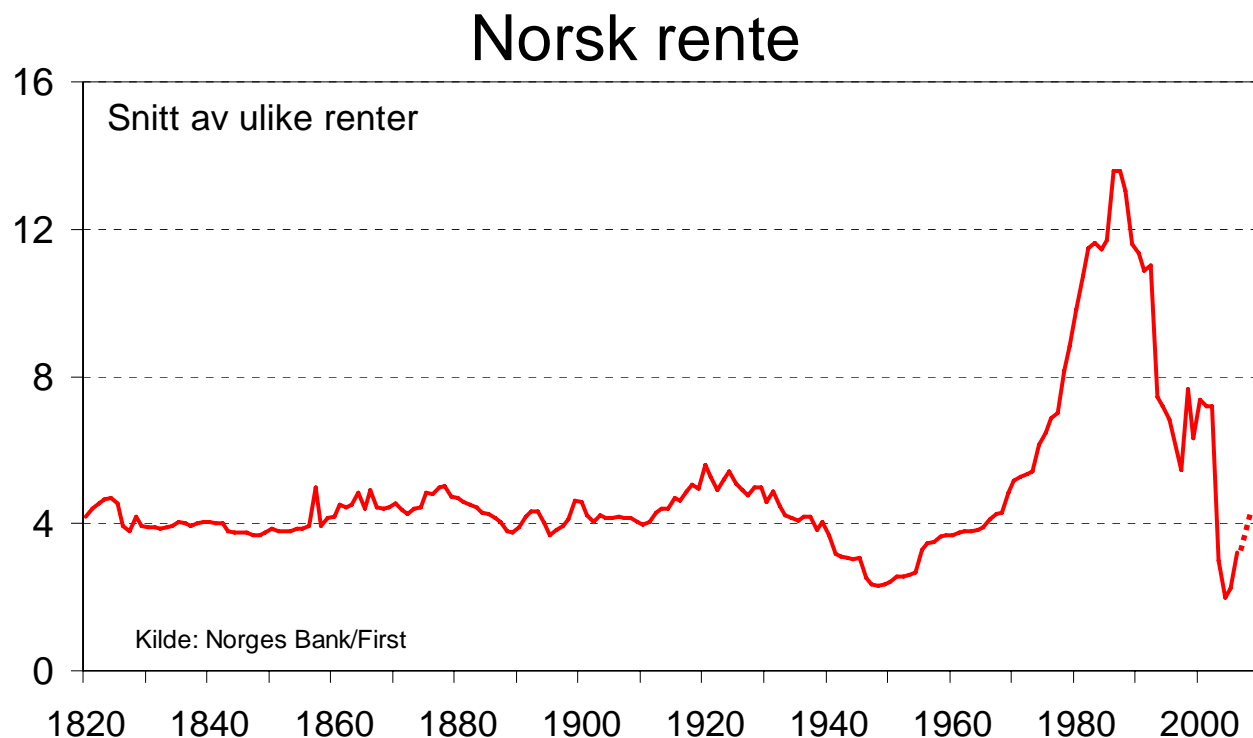
Husholdningenes gjeld

I % av disponibel inntekt. Norges Banks anslag



Alle grupper øker gjelden – både unge og gamle, fattige og rike

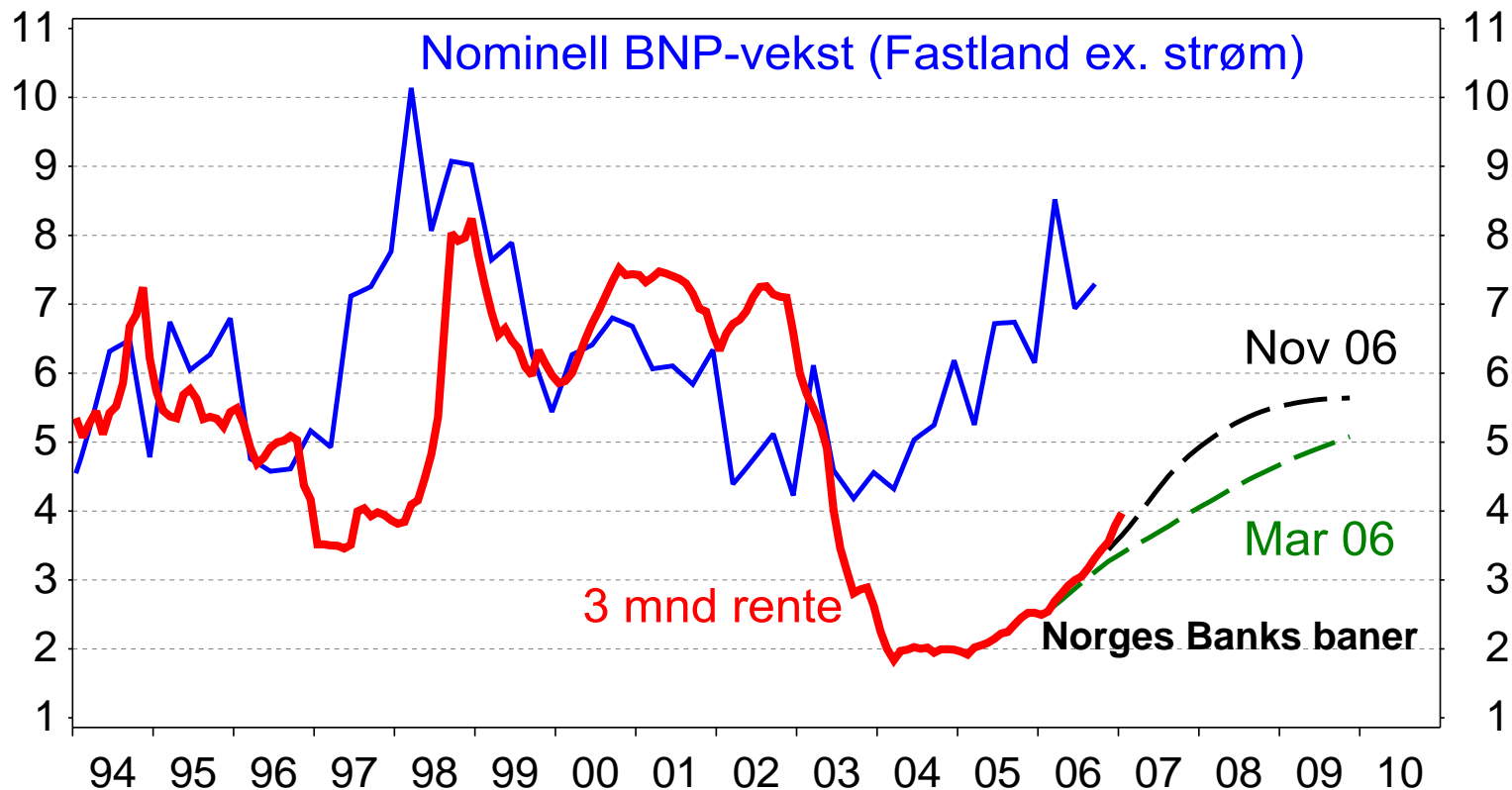
Renten har vært og er uvanlig lav



- Renten var den laveste på 200 år
- Den har vært lavere enn i dag bare da landet skulle gjenreises etter krigen
- Få binder renten, selv om lang rente er lav

Renten har vært – og er - svært lav i forhold til veksten

Renter og vekst



Source: EcoWin, First Securities

Renten er oftest i nærheten av veksten – i normale tider

Nå er renten svært lav vs. veksten

Hva bestemmer bolig/eiendomspriser?

Lang sikt: Byggekostnader + tomt

- **Byggekostnad: Materialer, timelønn, produktivitet**
- **Betalingsvilje for tomt: Bystruktur/reisekostnader, inntekt, inntektsforskjeller (snob-effekt), hytte-fileter, langsiktig realrente, finansieringsmuligheter, risiko (faktisk, opplevd)**
 - Har historisk ikke steget særlig

Kort/mellomlang sikt – fast/treg tilbudsside:

- **Svingninger i etterspørsel**
 - Konjunktorene: Renter, inntekter, arbeidsledighet
 - Endringer i demografi/langsiktige preferanser
 - Alminnelige feiloppfatninger
- **Reguleringer/utbygging tar tid – og tilbud blir ikke raskt borte**
- **Prisene kan avvike fra langsiktig likevekt ganske lenge**

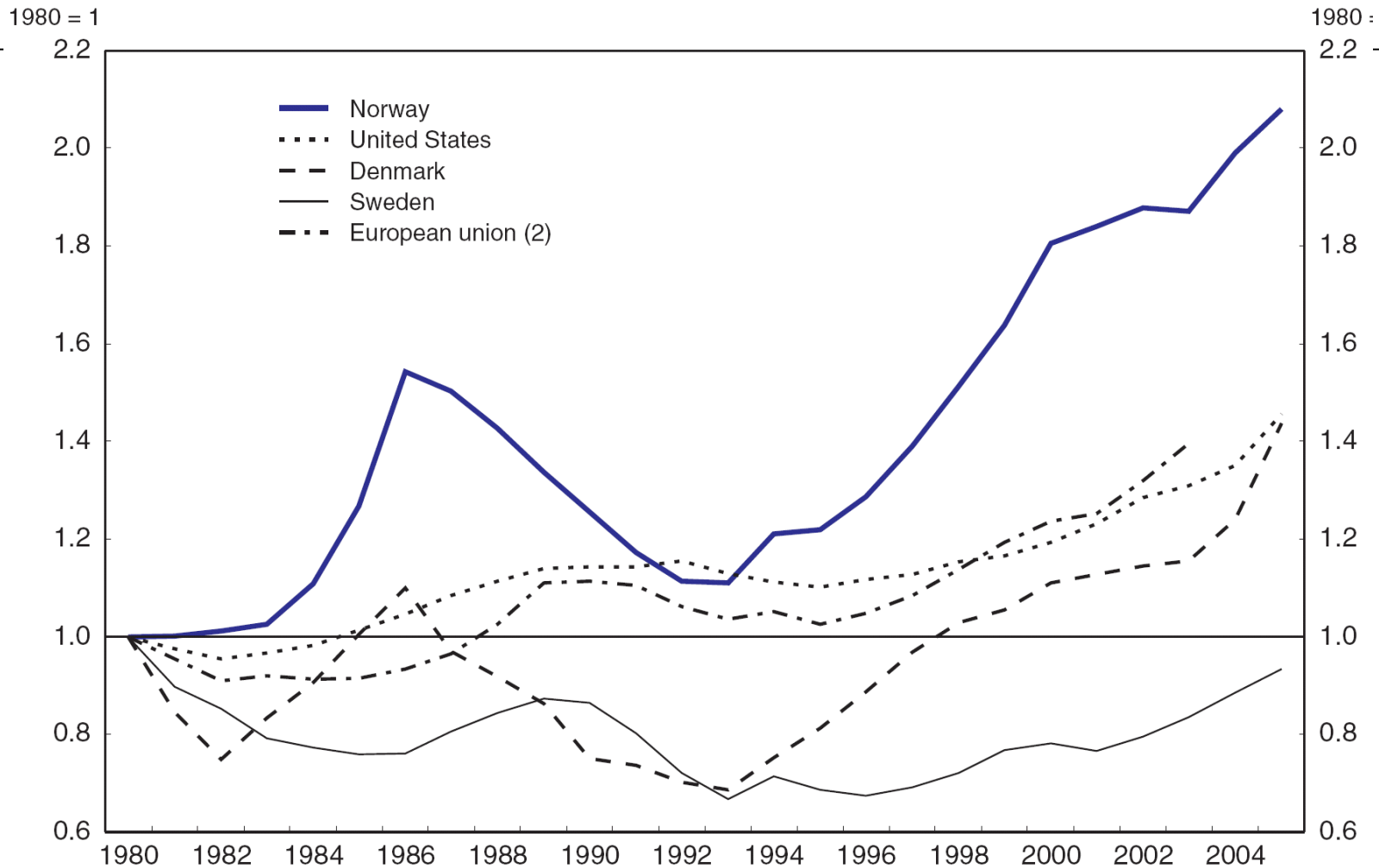
Høye eller lave boligpriser? (Høye eller lave aksjekurser?)

- **P/B Pris/bok, Tobins q: Pris på brukt bolig vs. ny bolig**
 - Er bruktpriisen høy nok vs. byggekost, kommer tilbudet
 - ♦ Sjekk om tilbudssiden reagerer
 - Reell tomtemangel/reisekostnader gjør vurderingen vanskelig
- **P/E Price/Earnings: Boligpris vs. husleie (1/yield)**
 - Leie alternativ til eie, økte husleier legitimerer høyere boligpriser
 - P/E er normalt stasjonær på lang sikt, men trenger ikke være det
 - Rente, forventninger, risikoevne kan påvirke P/E
 - (Er avledet av brukerpris/neddiskontert nåverdi av fremtidig husleie)
- **Andre sjekkpunkter:**
 - Omsetningshastighet, gjeld, forventninger, kjøp på "spekk"
- **Data vanskelige: Ikke homogen vare, hva slags leie osv**

Prisene har steget mye. Gode, langsiktige forklaringer?

- **Byggekostnadene har steget, men materialer/lønn har steget mye mindre enn bruktpreisene**
 - Deler av oppgangen i faktiske nybyggpriser er syklisk
- **Betalingsvilje for tomt**
 - Lavere realrenter – kan forklare mye – men er det et varig fenomen?
 - Demografi – neppe sjokk, i alle fall ikke alle stedene prisene har steget
 - Større betalingsvillighet for å slippe transport. Tja..
 - ♦ **Boligprisene har steget litt mer i byene enn utenfor, men ikke så mye**

Figure 2.1. **House prices relative to construction costs**¹



1. Nominal house price index divided by the deflator of gross fixed investment residential.

2. Average index of Denmark, Finland, Germany, Ireland, Netherlands, Spain, Sweden, United Kingdom.

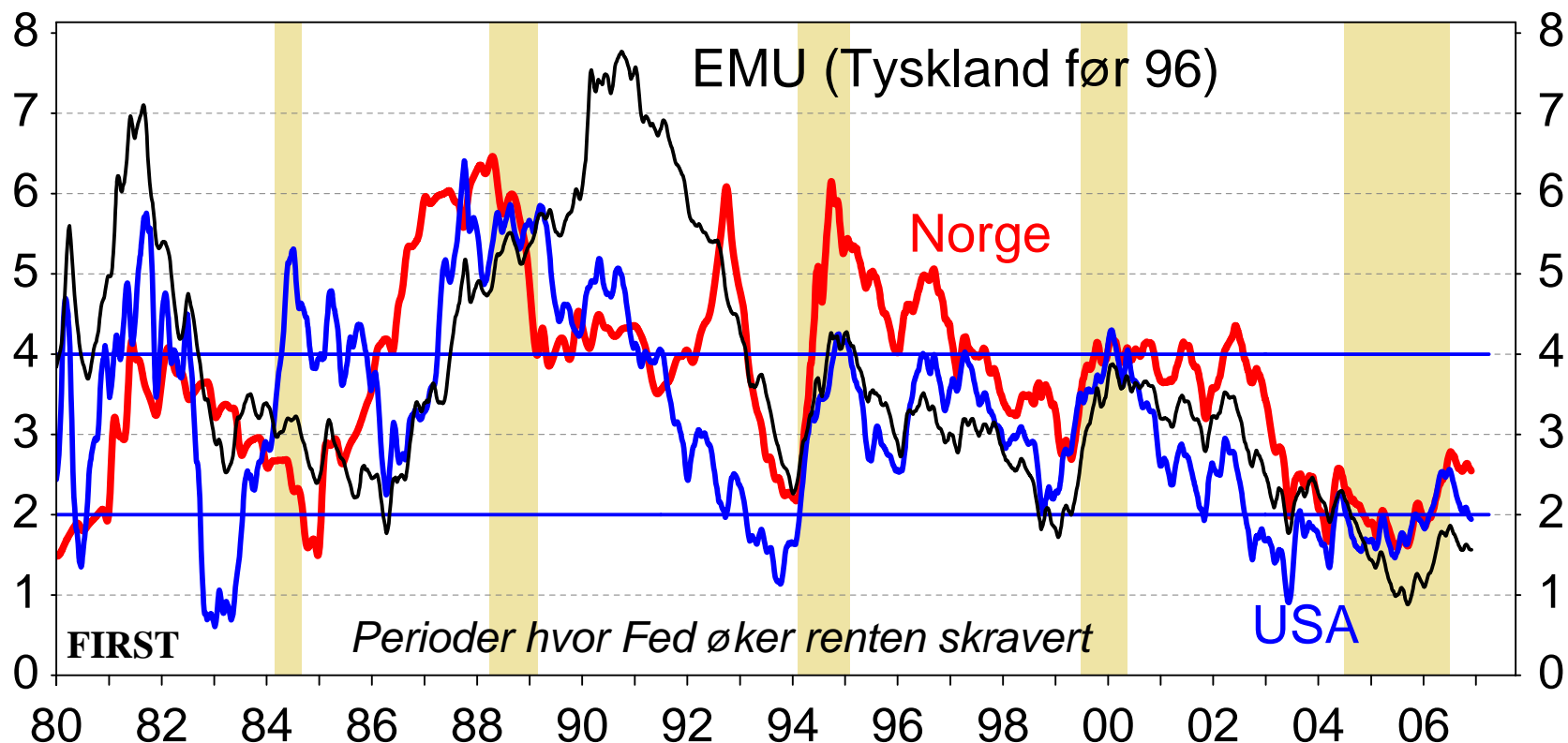
Source: OECD Analytical database.

Prisene har steget mye. Gode, langsiktige forklaringer?

- **Husleiene har ikke steget mye**
 - Boligmangel? Husleiene i Oslo falt fra 2002 til 2006 (men stiger nå)
- **Økt subsidie, boligskatt fjernet. Forklarer knapt 3%**
 - Men ingen grense for hvor mye nordmenn kan betale for å spare skatt
- **Vanskelig å finne nok rasjonelle forklaringer på prisoppgangen – i alle fall varige**
 - Lave nominelle renter, mer effektiv finanssektor (mindre rasjonering) har vært viktig – **tilbudssiden har ikke rukket å reagere nok**

Lave langrenter, men vi har sett slikt før. Og de har steget

Lang realrente
10 år stat fratrukket siste 5 års prisvekst

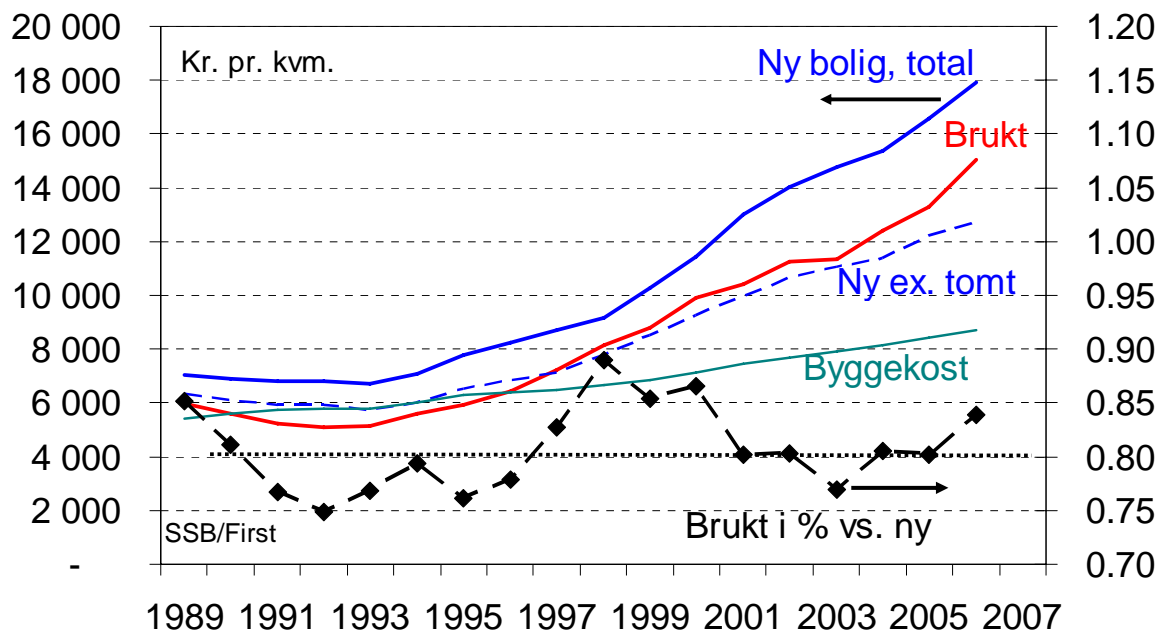


Source: EcoWin, First Securities

Eneboliger – nye vs. brukte – ikke så ille som OECD sier?

- Prisene på brukte eneboliger har steget som nypris eks. tomt, men drar nå i fra
- Nyprisen (størrelse/standardjustert) har steget mye raskere enn SSBs byggekost (materialer) siden 1999
- Tomtebelastning på ny enebolig ca 5000 kr/kvm, ca NOK 750' pr bolig i snitt
 - Har steget en god del, men er til å leve med?

Eneboliger: Ny- vs. bruktpreis



Grafen viser pris på gjennomsnittlig nye eneboliger med og uten tomt, bruktpreisen samt indeks for byggekostnader målt ved materialprisene

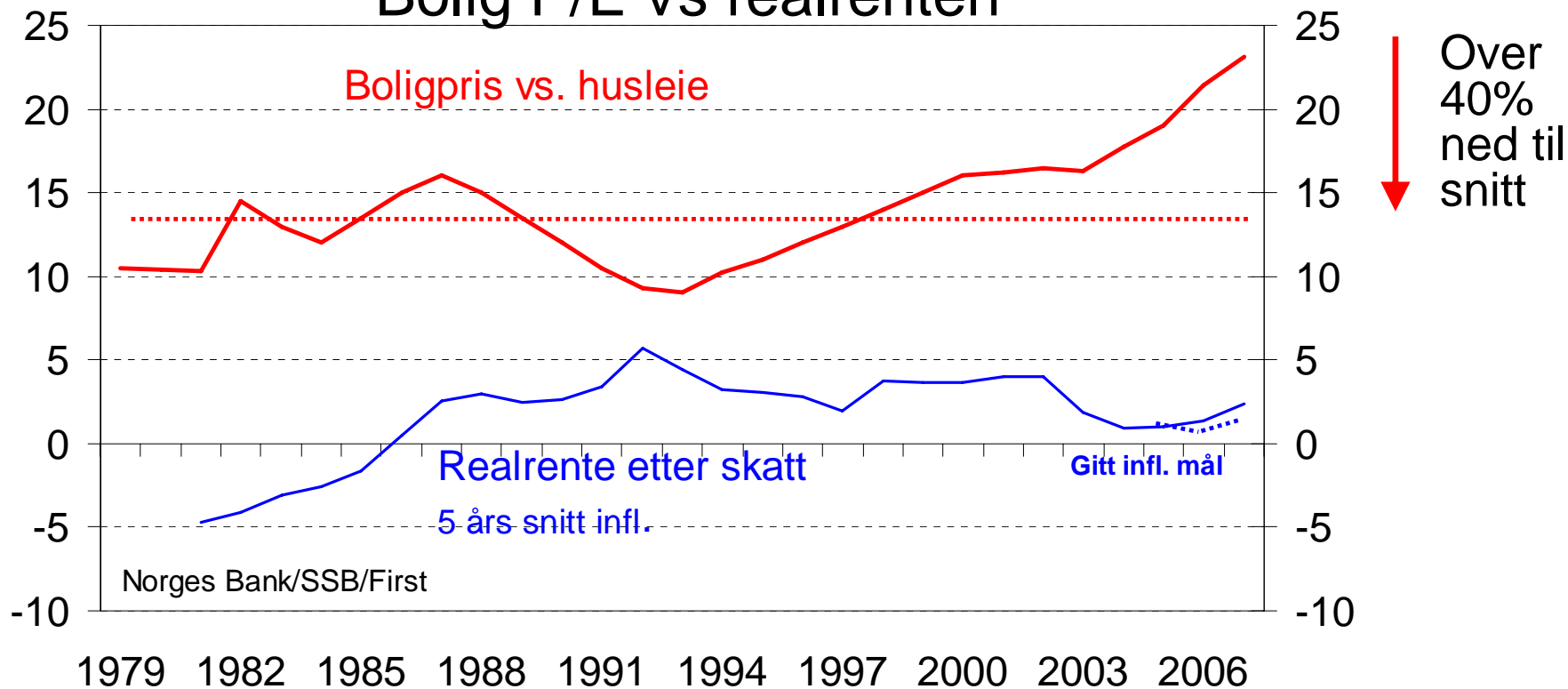
Nederste linje viser forholdet mellom pris på brukt og by bolig. Bruktpreisen er ikke uvanlig høy

Var prisene for lave – er de riktigere nå?

- **P/B: Dagens bruktpriiser har løftet igangsettingen kraftig**
 - Lønnsomheten i bygging av bolig har vært meget høy
 - Byggingen har steget kraftig
 - Trolig betydelig syklisk element idagens byggekostnader
 - ***Indikasjon: Bruktprisen er for høy i dag***
- **Premien (i %) for å bo sentralt har ikke steget særlig**
 - prisene har steget mye de fleste steder
- **Etter multippel-ekspansjon: Er P/E, yield riktigere nå?**

Husleie har steget lite vs. boligpris.

Bolig P/E vs realrenten



- Realrentene er lavere, men ikke så lave
- Nominell fiksjon/likviditetsrasjonering føyer prisoppgangen bedre
- Lave renter normalt ikke godt argument for høy P/E (sjekk Japan)

P/E i Oslo

- **Brutto husleie 1.500 pr m pr år (i 2002 og 2006)**
 - Inkluderer alt mulig rart, netto "eier"leie neppe over **1.200**, kan være lavere
 - Vedlikehold, avgifter, forsikringer, flyttekost
- **Snitt omsetningspris leiligheter 38.000 pr m (nå)**
- **Gir P/E 32, yield 3,2% -- skattefri for selveier**
 - 2002: P/E 21, yield 4,8
- **Akseptabel avkastning etter skatt, gitt lav lånerente?**
- **Men andre investeringer vil normalt gi høyere direkteavkastning**
- **Forventet prisvekst viktig for samlet avkastning**

Mer om P/E - leieyield

- **Brukes rett leie?**

- Netto "eier-leie" – vs. leie etter eierkostnader (oppvarming, skatter, forsikringer, vedlikehold)
- Sammenlignes like boliger??

- **Er leien rett?**

- Leien utenfor by bestemmes av krav til avkastning på byggekostnad byggekost * rentekost
- **Faller rentekost permanent, faller krav til husleie**
- Ekstraleie i by bestemmes av preferanser for å bo sentralt
- Lavere rentekost gir økt betalingsvilje for sentralitet – øker tomtepris
 - ♦ **Dersom rentefallet ikke skyldes lavere inntektsvekst!**

- **Preferanser for å eie vs. leie – ikke den samme varen!**

Internasjonale erfaringer

- **Svært mange boligboblesprekker gjennom historien**
 - Betydelig prisfall normalt over flere år
- **Ingen har ”sprukket” etter siste opptur, men USA har bremsset kraftig opp. 3,75% rente, selv med fallende ledighet, var nok**
- **Uro i Danmark**
- **UK bremsset, men er i gang igjen**

Viktig sjekk: Reagerer tilbudssiden?

- **Boligbyggingen er høyere enn de fleste ventet**
 - fordi det er så lønnsomt å bygge nytt
- **Vi kan ikke bygge så mye på Frogner eller andre steder snobben bor i dag, men**
 - .. det er nesten ingen grenser hva vi kan bygge av boliger, også i og svært nær norske byer**
- **0,7% av landet er bygget ut til by og tettsted**
 - Men det tar tid å få bygget ut infrastrukturen i Oslo og Bergen

Kystbyen på Sotra: Et fantastisk prosjekt

Planlegger ny by til ti milliarder

Lie Gruppen vil bygge en ny kystby til åtte-ti milliarder kroner på Sotra like utenfor Bergen. Med ordfører Jan Utkilens dobbeltstemme har politikerne i Fjell kommune sagt ja til kystbyen.

OLE ERIK KLOEIDE
Straume i Fjell

Det er Roy-Eddy Lie, eiendomssjef i Lie Gruppen, som har ledet arbeidet med utvikling av planene for en helt ny by på Sotra, 15 minutter vest for Bergen sentrum. Lie Gruppen kontrollerer 280 dekar på Nordre Bildøy. Det er 1,5 til to kilometer strandlinje rundt hele øya. Prosjektet kan gi 3000 nye boliger, 5000-7000 nye innbyggere, 100.000 kvadratmeter nytt næringsareal og mellom 1000 og 2000 nye arbeidsplasser. Planen er å integrere privat og offentlig service, hotell, restauranter, sjøliv, fritidsliv og kultur.

«En stor tanke»
– En ny by på en stor tanke



AMBISIØST. En ny by med 3000 nye boliger, 5000-7000 nye innbyggere, 100.000 kvadratmeter nytt næringsareal og mellom 1000 og 2000 nye arbeidsplasser ser Lie Gruppen og Fjell Kommune for seg 15 minutter vest for Bergen sentrum.



Kystby Nordre Bildøy

- Fjell kommunes ønske om økt befolkningsvekst og utvidet boligtilbud er utgangspunktet for utvikling av Nordre Bildøy. ● Utviklingsprosjektet er ledet av Roy-Eddy Lie i Lie Gruppen. Prosjektet er utført av Opus Bergen as og Link Arkitekter. Lie Gruppen representerer grunneierne på Nordre Bildøy.
- Området ligger 15 minutter fra Bergen sentrum og en halvtime fra Flesland flyplass. Planen er å gjøre Straume-området/Nordre Bildøy til en kystby med 15.000-20.000 innbyggere. Prisen er kalkulert til åtte-ti milliarder kroner.
- Ordfører Jan Utkil regner med å få prosjektet inn i kommunedelplanen som skal gjelde fra neste år til 2017.

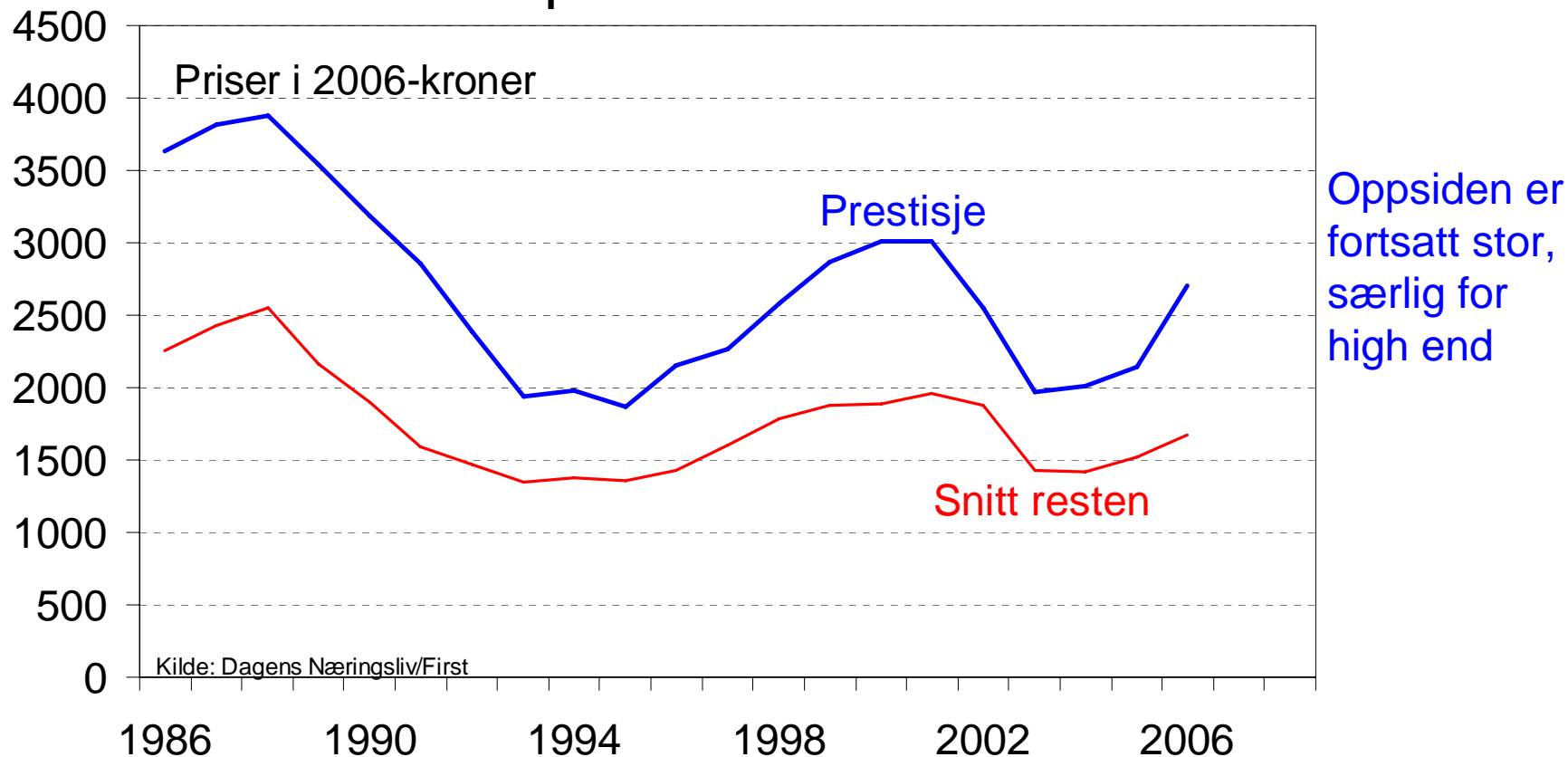
Skal vi fylle ut en liten bit av kartet?

Næringseiendom

- **Leienivået stiger, men er ikke høyt**
 - Leie svært lav vs. lønnskostnadene
- **Sterk økning i etterspørselen - arealledigheten faller svært raskt – leiene stiger nå svært raskt – kan stige mye mer**
- **Omsetningsprisene har steget, men prisene på næringseiendom er MYE lavere enn for bolig**
 - Sjekk: Hva bygges det mest av, bolig eller næring?

Leienivået er fortsatt lavt (der det ikke kan bygges nytt)

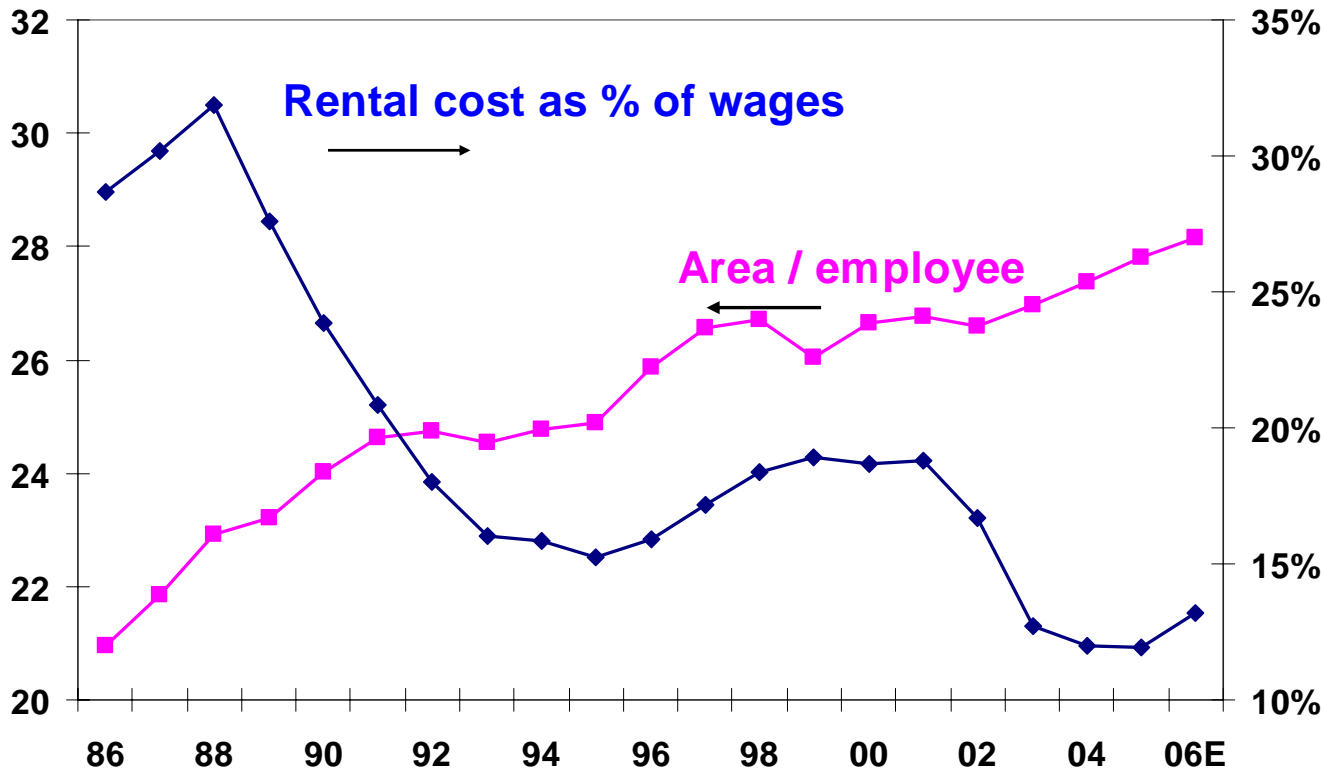
Leiepriser i Oslo



Vekst gir økt rente – og vi tåler en økning i yielden!

Leie har falt kraftig vs. lønn, billig å ha "bra kontor"

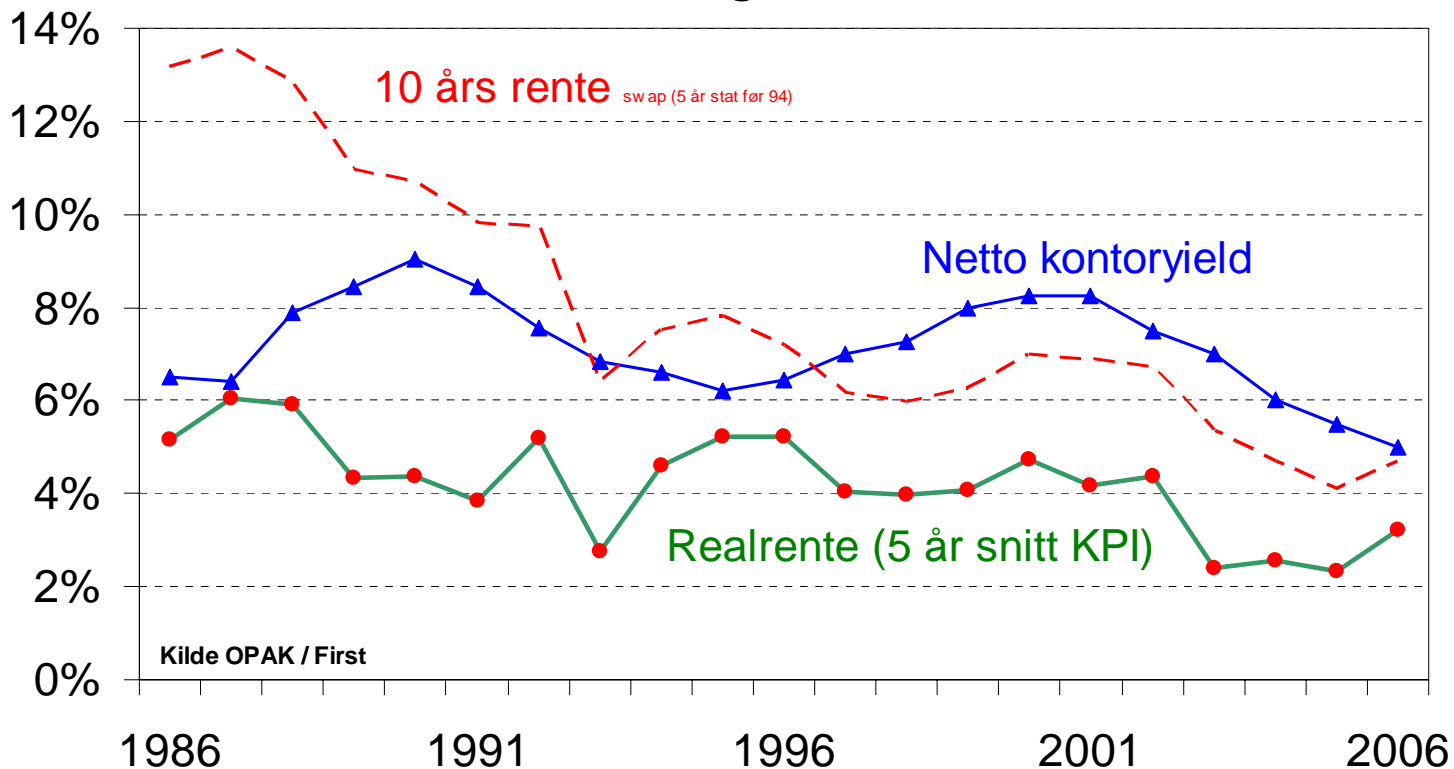
Relative rental cost and growth in area per employee
Average rental cost for 25 m2



Kraftig fall i arealledigheten presser nå leiene raskt opp

Yield vs. rente – men den er jo en realrente!

Yield og rente



- I gamle dager var yielden lavere enn renten, nå er den høyere
- Men "yielden" er en realrente fordi leien normalt er indeksregulert
- Renten neppe en stor trussel mot eiendomsmarkedet

Men yield er ei alltid det beste! (Og aldri nok!)

- Er dagens leie riktig?
- Er løpende eierkost rett anslått?
- Er rundvelten på X.000/ kv.m om 10 år tatt med?

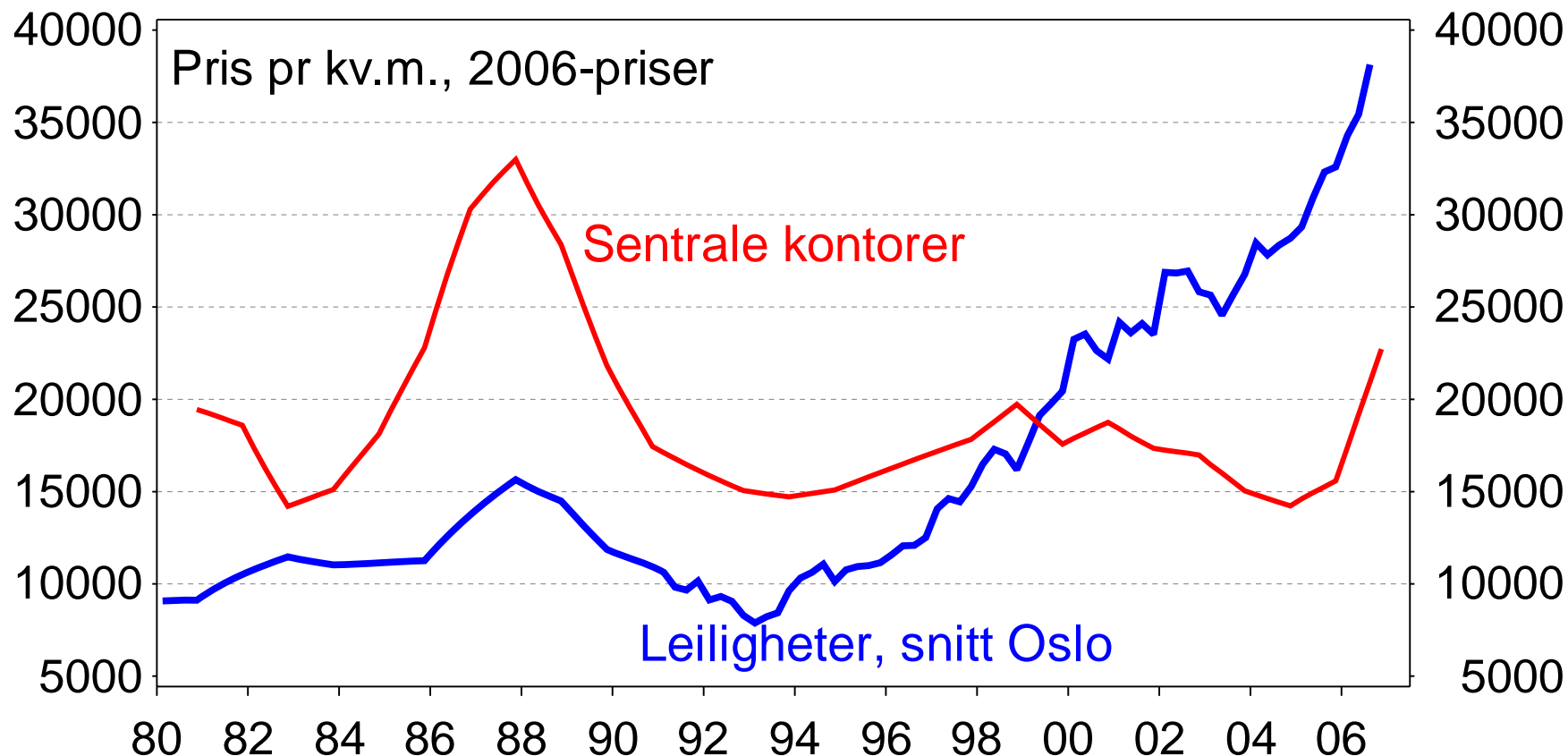
- .. og viktigst i dag:
Hva har du betalt for tomten?
Utgjør den mye av restverdien?
**Hvor mange andre tomter finnes i nærheten,
som kan bygges ut?**

- Husk: Norge er ikke i ferd med å gå tom for tomt!**

- **Lettere å forstå i Bergen enn i Oslo?**

Litt rart? (Eller hvorfor bygges det boliger, ikke næring..?)

Oslo - Boligpriser vs. kontorpriser



Source: EcoWin, First Securities

Langt større potensial for økt leie for sentrale kontobygg enn leiligheter i Oslo

Konklusjoner

Bolig

- **Boligprisene har steget uvanlig mye vs. alle ”måttall”**
- **Et svært lavt rentenivå har åpenbart bidratt – og forsvarer høyere priser**
 - Så lenge renten er ”feil” – dvs, ikke er lav fordi økonomien er svak
 - Rentene er i ferd med å bli normalisert
- **Tilbudssiden har reagert kraftig**
- **Neppe god investering i dag - risikoen for (real)prisfall er betydelig**

Hytte

- **Pass på at tomtegrunnen virkelig er knapp når du betaler mye for den!**

Næringseiendom

- **Leiene på sentrale kontorer kan stige mye**
- **Prisnivået er ikke faretruende høye, i alle fall ikke vs. bolig**
- **Tilbudssiden er holdt i sjakk**
 - men potensialet for utbygging er stort – og det blir til slutt utløst!!