

## Utdrag fra NOMA Fokus 2. kvartalsrapport 2019

NOMA Fokus er et fond forvaltet og markedsført av NOMA Capital under konsesjon fra Finanstilsynet, og passer for investorer med en langsiktig investeringshorisont. Fondet har begrenset likviditet for investorene, med tegningsperioder to ganger i året, og innløsning en gang i året.

Fondet har en long/short investeringsstrategi med en konsentrert portefølje og betydelige frihetsgrader. Fondets hovedfokus er å ta del i den langsiktige underliggende verdiskapingen i kvalitetselskaper. Fondet investerer primært i de nordiske aksjemarkedene, men har også adgang til å investere i selskaper notert i andre OECD land og i unoterte verdipapirer.

### Zombie banker og det særnorske unntaket

“Banker er for økonomien som hjertet er for menneskekroppen. De pumper nødvendig kapital gjennom systemet, og de blir knapt lagt merke til før stress, nød eller kriser inntreffer». Hendrith Smith, Essays on the banking industry.

Hvilken bank er i dag Nordens største bank målt i markedsverdi?

Mange vil nok tippe på Nordea, men riktig svar er faktisk DNB! Hvem i all verden skulle tro det? Av dagens seks største nordiske banker var DNB desidert minst før finanskrisen inntraff. Mye har skjedd de siste 12 årene, og få har nok fått med seg denne utviklingen.

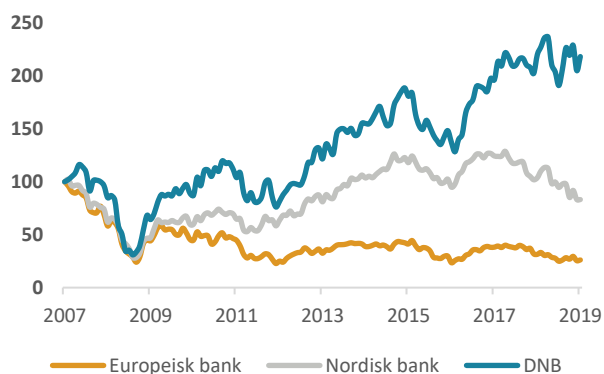
DnB har nå en større markedsverdi enn europeiske giganter som Deutsche Bank, Barclays og UNI Credit (se tabell under). Ikke verst for en bank som hovedsakelig har sin virksomhet i lille Norge.

Mill euro	Markedsverdi		Endring
	juni 2007	juni 2019	
<b>Europeiske banker</b>			<b>-47 %</b>
Deutsche Bank	56 786	14 111	-75 %
BNP Paribas	82 429	51 941	-37 %
Santander	85 621	65 547	-23 %
Barclays	45 552	25 902	-43 %
Uni Credit	69 242	24 120	-65 %
Credit Agricole	49 724	30 169	-39 %
<b>Nordiske banker</b>			<b>10 %</b>
Danske Bank	21 170	11 956	-44 %
Svenska Handelsb.	11 450	17 051	49 %
Nordea	26 407	25 864	-2 %
SEB	14 428	17 922	24 %
Swedbank	12 152	15 008	23 %
<b>Norsk bank</b>			<b>149 %</b>
DnB	10 513	26 143	149 %

Kilde: Bloomberg/NOMA Capital

Hvordan kan dette være mulig? Finanskrisen rammet alle land, også Norge. For å sikre bankene tilstrekkelig likviditet her hjemme i Norge ble finansminister Kristin Halvorsen nødt til å bruke det berømte gullkortet. Likevel ble norske banker hardt rammet på børsen under krisen. Som grafen til høyre viser falt DNB vel så mye som de europeiske bankene. Banken kom seg imidlertid vesentlig raskere på beina igjen. Også under statsgjeldskrisen i Europa i 2011 falt DNB kursen betydelig. Dette til tross for at Norge ikke benytter Euro, og at den norske stat står i en særklasse i Europa. Den globale makrosvekkelsen i 2016 bidro til at DNB falt på nivå med de andre europeiske bankene. DNB kursen har således ikke vist seg mer stabil eller trygg enn de store europeiske bankene. Som grafen under viser har likevel DNB aksjens meravkastningen i perioden vært massiv.

Relativ utvikling 2007 - 2019



Kilde: Bloomberg/NOMA Capital

Det er mange grunner til dette, men den viktigste er trolig å finne i de ulike sentralbankers agerende, med tilhørende renteutvikling. Alle sentralbanker har senket rentene betydelig i denne perioden. Den europeiske og

den svenske sentralbanken senket rentene ned til minus og har holdt dem der siden. Den norske sentralbanken reduserte også rentene, men beholdt renten med positivt fortegn hele tiden, for så å starte normaliseringen ved å heve den fra 2018. I euro området og i Sverige er rentene fortsatt negative. Dette gjelder ikke bare de korte rentene, men også 10-års statsrenter. Hvis du ønsker, kan du låne 100 euro til den tyske staten med garanti om å få tilbake maks 97 euro om 10 år!

Sentralbankene senker renten for å stimulere økonomien gjennom å redusere sparingen og øke låneopptakene. Det virker litt merkelig her i Norge å tenke tanken at myndighetene faktisk ønsker at vi skal låne mer, men i Europa er det altså slik. Også i Norge er rentene lave, og i Sverige negative, til tross for at våre respektive økonomier på ingen måte har behov for å stimulere til ytterligere låneopptak. Grunnen er frykt for at våre valutaer skal bli for sterke i forhold til bl.a. euro, og/eller at inflasjonen skal bli for lav (les: deflasjon). Konsekvensen er en massiv gjeldsvekst, og dermed stor vekst i bankenes balanse og inntjening. Dette skjer samtidig med boblelignende tendenser i aktiva klasser som eiendom, aksjer (bortsett fra bankaksjer selvsagt) og obligasjoner.

Til tross for de negative rentene har tilsvarende ikke skjedd i Europa. Som eksempel er balansen til Deutsche Bank bare 2/3 av hva den var for 10 år siden, mens DNBS balanse er nær doblet i tilsvarende periode.

Jo lavere rentene blir, jo mer frister det å låne penger. Dette samsvarer med hva sentralbankene ønsker å oppnå. Den europeiske sentralbanken mener at selv en signalrente på 0% er for høy. Tilsynelatende er bankens rasjonale at hvis renten settes enda lavere, vil husholdningene og bedriftene låne mer, noe som bidrar til at det forbrukes mer, og få fart på økonomien og øke sysselsettingen. For at dette skal skje, må det være vilje og evne hos bankene til å låne ut kapital. Samtidig skal bankenes utlåning gå til prosjekter som faktisk tilfører produktiv kapasitet i økonomien.

Paradokset er at fallende renter og en flat rentekurve ikke er bra for bankene. Tvert imot, det er en dødsspiral. Som regel vil bankene låne inn penger med kort løpetid og låne ut penger med lang løpetid. Ved en normal rentekurve vil bankene tjene gode penger på dette. Bankene foretar således en slags tidsarbitrasje. Når rentekurven er flat

eller fallende, som har vært tilfellet de siste årene, kollapser denne forretningsmodellen. På toppen av dette tjener ikke lenger bankene penger på sin egenkapital, som er plassert i sikre korte rentepapirer til lav eller negativ rente. Faktisk har bankene betalt titalls milliarder av euro til sentralbankene for at disse skal «passe på» bankenes penger. Det er neppe hva sentralbanken så for seg da de startet dette eksperimentet for 12 år siden.

Resultatet er at inntjeningen i bankene stuper. Det gir ikke grunnlag for stor utlånsvekst. Dette har skjedd samtidig med at de regulatoriske myndighetene har gjenoppdaget risikoen i et høyt belånt banksystem, og derfor stilt stadig strengere krav til hvor mye egenkapital bankene må ha bak sine utlån. Ikke overraskende har økt egenkapitalkrav bidratt til å motvirke den i utgangspunktet svært stimulerende pengepolitikken. Bankene trenger mer egenkapital for å støtte dagens utlån, og enda mer om de skal kunne øke utlånene slik sentralbankene ønsker. Når bankene knapt tjener penger, bygger de heller ikke mye ny egenkapital. Det gjør det også vanskeligere å hente mer kapital i finansmarkedet all den tid bankene ikke klarer å vise til en tilfredsstillende inntjening. I motsetning til hva mange tror, er det de negative rentene, den flate rentekurven og mangel på aktivitet i økonomien i seg selv som gjør at bankene i Europa sliter, ikke lånetapene.

Om så bankene var i stand til å øke sine utlån slik sentralbankene ønsker, må det også være etterspørsel etter disse lånene. Da hjelper det lite at befolkningsveksten i stadig flere europeiske land er negativ, og befolkningen generelt aldrende. Det er et dårlig klima for bedrifter å investere i økt kapasitet.

Når bankenes balanser krymper, er det ikke overraskende at den økonomiske oppgangen forblir høyst moderat (les gjerne også vår kommentar rundt kredittveksten i Kina i kvartalsrapporten for 4. kvartal 2018).

Utviklingen beskrevet over skaper "zombie" banker, dvs. banker som fortsetter å hangle avgårde, men som hverken er «levende eller døde». Vi så det først i Japan, hvor bankene typisk prises til 80% rabatt på bokført egenkapital. Vi ser det nå i Europa hvor bankene prises til 50-75% rabatt på egenkapitalen.

Kanskje begynner vi også å se tegn til tilsvarende utvikling i Sverige, som også har negative renter. Her har foreløpig

kredittveksten holdt liv i bankenes inntjening. Med den gjeldsbyrden som nå er bygget opp blant befolkningen, er det vanskelig å se for seg at dette kan fortsette. Når gjeldsveksten nå er på vei ned i en situasjon med fortsatt negative renter, er det ikke langt frem før det japanske spøkelset sprer seg til de svenske bankene. Vi ser tegn til at investorene tar inn over seg risikoen for denne utviklingen. Prisingen i aksjemarkedene har falt betydelig.

Etter finanskrisen var de svenske bankene priset dobbelt så høyt som DNB målt mot egenkapitalen. Nå er de fleste av dem priset lavere enn DNB. Riktignok er Swedbank og Danske Bank rammet av store hvitvaskingsskandaler, men også de andre bankene har falt betydelig i verdi. DNB går i motsatt retning. I Norge har vi positive renter og en høy kredittvekst. Derfor er DNB blitt Nordens mest verdifulle bank. Likevel, med dagens høye gjeldsbyrde i Norge, og en stadig fallende lang rente, er vi ikke overrasket om også DNB etterhvert rammes av utviklingen vi ser utenfor Norges grenser. Enn så lenge er DNB Nordens største og i toppsjiktet i Europa, målt i markedsverdi.

Oppgangen i Europas økonomi etter finanskrisen har vært laber, og nå ser økonomien ut til å være på vei inn i en ny svekkelse. Den europeiske sentralbanken har nok trukket tilsvarende konklusjon, og allerede varslet at løsningen er mer av det samme (les: enda mer negative renter). Vi tror sentralbanksjef Mario Draghi er meget glad for at det ikke er ham som sitter ved roret når resultatet av det hodeløse eksperimentet kommer for dagen en gang i fremtiden. Uten et friskt hjerte blir ikke pasienten frisk. Å pøse på med mer av samme medisin, som allerede er i ferd med å drepe økonomiens hjerte, synes å være en risikosport man helst ikke vil stå ansvarlig for.

I dette scenariet er fortsatt verdens aksjemarkeder (ex bank aksjer) nær eller på «all-time high», ikke fordi det går strålende med bedriftene, eller at fremtidsutsiktene er lysende, men fordi mange anser det som bedre å ta sjansen på å tape penger i aksjemarkedene, enn garantert å tape penger ved å sette disse i banken.

Neste tegningsperiode: desember 2019.

Tegningsblankett og informasjon om NOMA Fokus kan lastes ned fra [nomacapital.no](http://nomacapital.no), eller ved å henvende seg til NOMA Capital på [post@nomacapital.no](mailto:post@nomacapital.no).

---

Kvartalsrapporten gir informasjon om NOMA Fokus AS ("Fondet"), B-aksjer. Fondet er et alternativt investeringsfond i henhold til lov 20. juni 2014. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, Fondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Eventuelle tegnings- og innløsningskostnader er ikke tatt høyde for i den historiske avkastningen vist for Fondet, kostnadene vil kunne påvirke avkastningen negativt. NOMA Capital søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold om eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i rapporten reflekterer NOMA Capital sitt syn på et gitt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel. Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. NOMA Capital påtar seg intet ansvar for direkte, eller indirekte tap, eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. Fondets nøkkelinformasjon, Informasjonsmemorandum, vedtekter, samt års- og halvårsrapporter er tilgjengelig på [www.nomacapital.no](http://www.nomacapital.no). Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.