

NOMA Fokus - kvartalsrapport for 2. kvartal 2019

Avkastning 2. kvartal: -0,02 %
Verdi pr. aksje (estimat): 104,54

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.

Avkastning	NOMA Fokus	HRFX (NOK) (1)	VINX (NOK) (2)	1M NIBOR (3)
Avkastning siste kvartal	-0,02%	-0,90%	1,89%	0,27%
Avkastning hittil i år	3,73%	3,90%	10,78%	0,58%
Avkastning 12 måneder rullerende	-5,09%	-0,02%	6,60%	1,05%
Avkastning siden oppstart	4,54%	10,09%	26,25%	2,52%

Risiko	NOMA Fokus	HRFX (NOK) (1)	VINX (NOK) (2)
Standardavvik (siden oppstart)	5,31%	7,90%	10,20%

Nettoavkastning til investor

År	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	Totalt
2016										0,28%	-0,07%	0,59%	0,80%
2017	0,92%	0,65%	0,13%	0,52%	1,63%	0,99%	1,47%	-0,10%	0,24%	0,86%	-1,01%	-0,40%	6,02%
2018	-0,24%	1,15%	-0,40%	1,39%	0,40%	0,74%	0,16%	1,50%	-1,28%	-6,09%	-0,91%	-2,04%	-5,70%
2019	1,66%	2,72%	-0,65%	1,86%	-0,73%	-1,12%							3,73%

5 største aksjeinvesteringer

Elliptic Laboratories	7,1%
TGS	6,0%
Infront	4,7%
Norwegian Finans Holding	4,5%
Bulkers 2020	4,4%

Aksjeallokering

Netto aksjeeksponering	27%
Brutto aksjeeksponering	69%

Speakers' Corner

Oljefondets rolle og utsikter – er vi forberedt?

Ved utgangen av juni var oljefondets markedsverdi ca. 9.200 milliarder norske kroner. For å sette dette i et perspektiv betyr det at hver enkelt nordmann "eier" 1,73 millioner kroner av fondet. En gjennomsnittlig norsk husholdning har 3,76 millioner kroner i verdier i fondet. I global sammenheng er vi nordmenn i en unik situasjon.

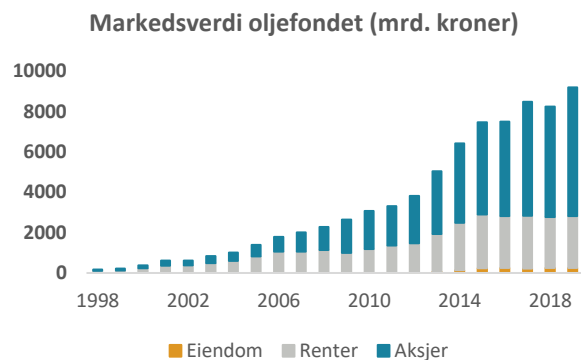
Oljefondet, som egentlig heter Statens pensjonsfond utland, ble ved lov etablert i 1990 for å sikre langsiktig sparing av statens petroleumsinntekter på vegne av det norske folk. Norges olje- og gassressurser ble vurdert som en formuespost, og avkastningen på denne formuen ble ansett som en permanent inntekt som skulle brukes over statsbudsjettet. Ved å hente opp ressursene fra havbunnen og investere formuen i kapitalmarkedene, ble dette betraktet som en flytting av formue, og ikke en kapitalinntekt. Verdiene i oljefondet skulle bevares evigvarende for fremtidige generasjoner i reelle termer. I 1996 mottok fondet det første kapitalinnskuddet, og fra 1998 forvaltet Norges Bank Investment Management ("NBIM") porteføljen.

Oljefondets investeringsstrategi bestemmes av Finansdepartementets grå eminenser, selv om politikerne på Stortinget nok vil påpeke at de har det siste ordet. Fondets investeringsunivers er globalt for å få en bred eksponering mot verdensøkonomien. Det investeres i internasjonale aksjer, rentepapirer og eiendom. For tiden består referanseindeksen av 70% aksjer og 30% rentepapirer. Inntil 7% av verdiene kan investeres i eiendom.

Høye petroleumsinntekter har gitt politikerne muligheten til å øke rammene i statsbudsjettet vesentlig, samtidig som det er overført betydelig med kapital til oljefondet. I kombinasjon med god avkastning i fondet og svekket norsk krone de siste 10 årene, har utviklingen i oljefondets markedsverdi vært overveldende.

Av dagens 9.200 milliarder kroner er nesten 6.000 milliarder avkastning. Ca. 1.200 milliarder av avkastningen skyldes svekket norsk krone i fondets levetid. Resten, ca. 3.200 milliarder, er nettosummen av

innskudd fra og uttak til fondets investor, dvs. landets innbyggere.



Kilde: NBIM/NOMA Capital estimat

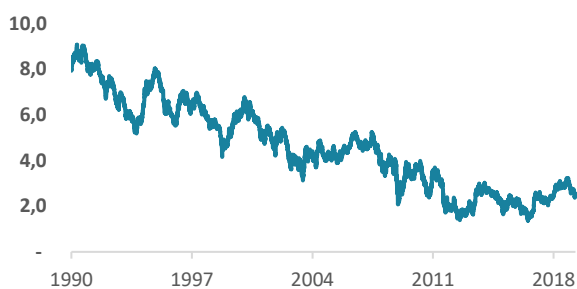
En "handlingsregel" ble etablert i 2001. Denne satte rammer for hva som ble ansett for å være en permanent inntekt, eller realavkastning på fondets midler. Ved etableringen ble nivået satt til 4% årlig realavkastning. I 2017 ble handlingsregelen endret til 3%. Lavere realrenter, og vesentlig større forvaltningskapital i oljefondet enn forventet ved etableringen, var hovedårsakene til dette. På tross av denne endringen har politikerne gjennom de siste 10 årene hatt betydelig mer penger til rådighet fra oljefondet enn det som var forutsatt.

Det er bred politisk enighet om handlingsregelens rammeverk. I utgangspunktet er derfor sannsynligheten for store uttak relativt begrenset. Dette gir muligheten for å kunne investere ut ifra et evigvarende perspektiv, noe som beviselig har skapt meravkastning i en verden med stadig større grad av kortsiktighet kombinert med høy belåningsgrad.

Oljefondets opprinnelige målsetning om 4% årlig realavkastning var realistisk da fondet ble opprettet. Verden ser imidlertid annerledes ut i dag. I takt med fallende renter gjennom perioden, har bekymringene økt i forhold til at målsettingen ikke lenger var oppnåelig. Svaret har vært å øke risikoen i fondet ved flere tilfeller. Rett i forkant av finanskrisen inntraff ble det besluttet at andelen aksjer skulle økes fra 40% til 60%. Gjennomføringen av beslutningen tok heldigvis noe tid, og aksjeinvesteringene ble stort sett gjennomført etter at børsene hadde falt kraftig. En stor andel av gevinsten på 6.000 milliarder skyldes aksjekjøpene i etterkant av

finanskrisen. I 2017 ble aksjeandelen ytterligere økt fra 60% til 70%. På tross av den økte risikoen i fondet er forventningene om 4% årlig realavkastning ikke realistisk.

US 10-års rente 1990 - 2019



Kilde: Infront

I dag er alle aktiva klasser tilgjengelige for NBIM i nærheten av eller på "all-time high" nivåer. Som et eksempel har verdens investorer, oljefondet inkludert, blitt tvunget til å investere kapital tilsvarende 12 ganger fondets markedsverdi i rentepapirer med negativ rente. Investorene betaler altså for å låne ut penger i stadig større grad.

I norsk presse og samfunnet generelt har det vært økende fokus på indeksforvaltning vs. aktiv forvaltning knyttet opp til oljefondets investeringsstrategi. Det har vært lite fokus på konsekvensene av en ny større global konjunkturedgang, som vil kunne påvirke finansmarkedene og oljefondet i betydelig grad.

I et scenario som ligner finanskrisen i 2008 ville oljefondets kapital kunne mer enn halveres, og trolig ikke se dagens nivåer igjen i overskuelig fremtid. Hvordan kan dette skje?

I år forventes det at overføringen fra oljefondet til i statsbudsjettet ender opp på 231 milliarder, eller ca. 2,7% av fondet. Overføringen utgjør 17% av statsbudsjettet. Dette betyr at en av seks lærere og sykepleiere betales med uttrekk fra oljefondet. I et finanskrise scenario vil fondets markedsverdi kunne falle med 3.700 milliarder ned til 5.500 milliarder, dvs. med 40%. Nivået på 231 milliarder vil da utgjøre 4,2% av fondet. Det fremstår som tilnærmet umulig å kutte antall lærere og sykepleiere i en slik situasjon. Politikerne vil derfor bli tvunget til å bryte fullstendig med handlingsregelen for å stimulere norsk økonomi ved økt uttak fra oljefondet, samtidig som

skatteinntektene faller og utbetalinger til arbeidsledige stiger. Dette medfører at årlig uttrekk trolig øker fra 231 milliarder til over 400 milliarder (over 7% av fondet). Liksom under finanskrisen fremtvinges det et behov for stimulering over flere år.

Det er derfor ikke vanskelig å se for seg at oljefondet tappes for over 1000 milliarder over en 3 års periode, noe som vil redusere verdien av fondet til langt under 5.000 milliarder. Uttaket vil skje på et tidspunkt hvor langsiktige investorer, liksom oljefondet, normalt kjøper billige verdipapirer, og ikke selger. Under finanskrisen kjøpte oljefondet aksjer fordi andelen var besluttet økt. Nå vil fondet tvinges til å realisere investeringene på verst mulig tidspunkt, noe som gir en varig skade på avkastningspotensialet. Vi må sette vår lit til at Finansdepartementet pålegger NBIM å selge rentepapirer for i størst mulig grad å bevare oppsiden som ligger i aksjeinvesteringene. Dette er nok en urealistisk forventning med en aksjeallokering på 70% på vei inn i en slik nedtur.

En ytterligere utfordring oppstår når Norge skal trappe ned bruken av oljepenger i statsbudsjettet. Det vil bli en lang periode med gradvis nedtrapping av uttrekkene fra fondet fra over 7% til ned under 3% årlig. Hvis vi går fra 7% til 3% i løpet av ett år, ville det gi en negativ etterspørseffekt på 7% av BNP. Det vil sende Norge inn i en dyp resesjon. For å unngå dette, må nedtrappingen skje over flere år, som forlenger perioden med uttrekk av kapital i oljefondet. Hvis markedsutviklingen i etterkant av neste nedtur ligner på perioden etter finanskrisen, vil fondet kunne oppnå en markedsverdi over 6.000 milliarder i løpet av de påfølgende 10 årene. Likevel vil fondet trolig aldri se dagens nivåer igjen for oss som tilhører generasjon X.

Presset mot politikerne vil bli enormt. Opinionsen, med pressen i førersetet, vil forlange handling. På den ene siden står den voksne delen av befolkningen som vil kreve at gullkortet brukes, akkurat som under finanskrisen. Alternativet er kraftige kutt i velferdsgoder samt økning av skattenivået. På den andre siden vil den yngre generasjonen kreve at oljefondets verdier skjermes for å ivareta deres økonomiske fremtid. Situasjonen vil kunne fremdyrke populismen som vi ser fra andre steder i verden for tiden. Konsekvensene kan bli store endringer i

dagens politiske landskap noe som kan gi utilsiktede utslag i norsk økonomi.

På sikt vil også handlingsregelens rammeverk bli en utfordring. Med uttrekk av realavkastningen vil fondets verdier forbli uendret i realtermer. Norsk økonomi vokser med 1%-2% i realtermer hvert år. Det medfører at oljefondet som andel av norsk BNP forventes å krympe fremover. Så lenge statsbudsjettet vokser i takt med landets BNP, vil uttrekket fra oljefondet ha null vekst i realtermer, mens statsbudsjettet vokser med 1%-2%. Det

gjør at dagens uttrekk av oljepenger som utgjør 17% av statsbudsjettet vil falle over tid, og må erstattes av skatter eller andre inntekter som må vokse med mer enn 1%-2%.

Det kan bli enda mer utfordrende å være politiker fremover, og landets befolkning er nok ikke forberedt på et slikt scenario. Vi er én nedtur unna før spetakkelet begynner.

Markedskommentarer

Etter et tidvis volatilt aksjemarked gjennom 2. kvartal, endte NOMA Fokus til slutt opp med en uendret avkastning for kvartalet. Til sammenligning var det nordiske aksjemarkedet opp 1,89% i tilsvarende periode målt i norske kroner.

Hittil i år har NOMA Fokus oppnådd en avkastning på 3,73%, mot det nordiske aksjemarkedet som har steget med 10,78% målt i norske kroner. HRFX, en indeks bestående av sammenlignbare fond med NOMA Fokus, falt med 0,90% i kvartalet. For første halvår er avkastningen positiv med 3,90%, marginalt bedre enn NOMA Fokus.

Fondet gikk inn i kvartalet med en eksponering mot aksjemarkedene på 22% (nettoeksponering). Gjennom 2. kvartal svingte eksponeringen mellom 20% og 27%, for så å ende opp på 27% ved utgangen av juni. Gjennomsnittet for kvartalet var 23%. Bruttoeksponeringen i NOMA Fokus har svingt mellom 62% og 71% gjennom kvartalet, med et gjennomsnitt på 65%.

Forvalterne i NOMA Capital har til sammen over 40 års erfaring som investorer i aksjemarkedene. Sett fra et fugleperspektiv oppleves utviklingen i aksjemarkedet som ekstrem. På den ene siden er interessen for tradisjonelle verdiselskaper eksponert mot «gammel» økonomi nesten ikke-eksisterende. Selskaper eksponert mot bil, fly, aluminium, andre materialer som er innsatsfaktor i industrielle eller konsument produkter, banker, shipping, samt olje- og gass er på eller nær

rekordhøye rabatter sammenlignet med historiske gjennomsnittsmultipler. På den andre siden er det stor interesse for teknologi, fornybar energi, ESG (Environmental, Social and Governance), samt store stabile globale merkevarerelskaper. Et fellestrekk for disse er at den fremtidige inntjeningen prises som om alt vil vokse inn himmelen. Vi tviler sterk på at det vil skje. Situasjonen minner veldig om utviklingen under dot.com-boblen fra 1999 til 2003. Transformasjonen som finner sted nå er bra for jordkloden, men mange investorer vil på sikt bli skuffet over hva de sitter igjen med av avkastning.

På toppen av dette har den sterke reallokeringen av sparekapital fra aktivt forvaltede fond til indeksfond og ETF produkter (børsnoterte fond) ytterligere forsterket trenden beskrevet over. ETF produkter er i stor grad momentum produkter. Innholdet i disse er en refleksjon av selskaper som utgjør hoveddelen av markedsindekser som f.eks. S&P500 og Nasdaq. Desto mer penger som kommer inn i disse børsnoterte indeksfondene, desto større blir vektingen relativt til selskaper som faller utenfor. Dermed oppstår det en selvpoppfyllende effekt som øker etterspørselen til det begrensede utvalget av selskaper som er inkludert i ETF-produktene.

Denne to-delingen av aksjemarkedet startet rett etter finanskrisens slutt. Etter 12 år er deler av aksjemarkedet fortsatt fornuftig priset, men andelen utgjør en stadig mindre del av totalmarkedet. Utviklingen i denne trenden har akselerert gjennom 2019.

Relativ utvikling vekstaksjer vs. verdiaksjer (globalt)



Kilde: Goldman Sachs

Samtidig med at den globale økonomiske aktiviteten fortsetter å falle, stiger børsene til rekordnivåer. Det meste er snudd opp ned i forhold til hva vi er vant til. Argumentasjonen nå ser ut til å være at videre svekkelse medfører mer finansiell doping fra sentralbankene gjennom ytterligere reduserte styringsrenter. Veksten i globalt BNP fremover er estimert å falle under 3,5%-nivået der den historiske korrelasjonen indikerer en fallende inntjening på Oslo Børs (beskrevet i 4. kvartal 2018-rapporten). Samlet inntjening for selskaper i OSEBX, den norske børsindeksen, viste en inntjening på litt over 50 for 2018. I år er det forventet en vekst opp til ca. 60, og ytterligere vekst til over 70 for 2020. Dette gir en PE-prising på hhv. 17x 2018, 15x 2019 og 13x 2020, som er høyere enn historisk prising, men ikke ekstremt høyt.

Problemet er at hvis makroøkonomenes forventninger inntreffer, vil inntjeningen i 2019 og 2020 høyst sannsynlig bli vesentlig lavere. Det har historien vist hver eneste gang den globale økonomiske aktiviteten faller under 3,5% (BNP). Estimatriskoen har derfor økt betraktelig. Vi kan ikke utelukke et fall for OSEBX inntjeningen ned til mellom 40-50 igjen. Skjer dette vil markedet fort kunne falle 20% - 40%.

Vendepunktet mellom verdiaksjer og vekstaksjer er tilnærmet umulig å forutsi. Forskjellen er blitt så stor at når endringen inntreffer vil den oppleves som brutal for mange investorer som ikke er forberedt på dette. Med utsiktene til en akselererende nedkjøling av verdensøkonomien vil også verdiaksjer trolig påvirkes, riktignok i mindre omfang fordi aksjene priser inn dette scenarioet i stor grad allerede. NOMA Fokus' verdiorienterte forvaltningsstrategi vil kunne dra nytte av dette i betydelig større grad enn de siste 1-2 årene. Vi fortsetter derfor vår tre-delte strategi:

1. En lav eksponering mot aksjemarkedet.
2. Fokus på verdiorienterte aksjer som er lavt priset mot bokførte verdier og har evne til å betale høyt utbytte og /eller kjøp av egne aksjer som gir en god direkte avkastning for aksjonærene.
3. Et økende fokus på selskaper som er mindre eksponert mot endringer i makroøkonomien. Fondets nye investering i Infront er et resultat av dette.

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.

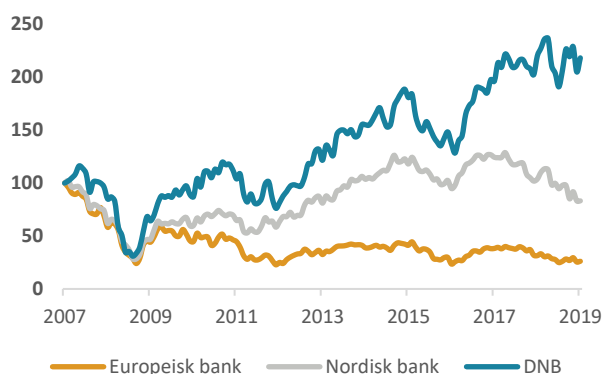
Mill euro	Markedsverdi		Endring
	juni 2007	juni 2019	
Europeiske banker			-47 %
Deutsche Bank	56 786	14 111	-75 %
BNP Paribas	82 429	51 941	-37 %
Santander	85 621	65 547	-23 %
Barclays	45 552	25 902	-43 %
Uni Credit	69 242	24 120	-65 %
Credit Agricole	49 724	30 169	-39 %
Nordiske banker			10 %
Danske 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 %
Norsk bank			149 %
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 hvitvaskingskandaler,

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.

Andel unoterte aksjer i prosent av fondets verdijusterte egenkapital pr. 30. juni 2019: 15,5%.

Neste tegningsperiode: desember 2019.

Tegningsblankett og informasjon om NOMA Fokus kan lastes ned fra nomacapital.no, eller ved å henvende seg til NOMA Capital på post@nomacapital.no.

Forklaringer:

- (1) HRFX - Global alternativ investeringsfondsindeks i norske kroner.
- (2) VINX - Nordisk aksjeindeks i norske kroner.
- (3) 1M NIBOR - «1 måned Norwegian Interbank Offered Rate».

Definisjoner:

Med long posisjoner menes de posisjonene fondet har kjøpt med det formål å tjene på kursoppgang.

Med short posisjoner menes de posisjonene fondet har solgt som Fondet selv ikke eier med det formål å tjene på kursnedgang.

Med brutto eksponering menes den absolutte summen av alle long og short posisjoner i fondet.

Med netto eksponering menes summen av fondets long posisjoner fratrukket fondets short posisjoner.

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. Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.