

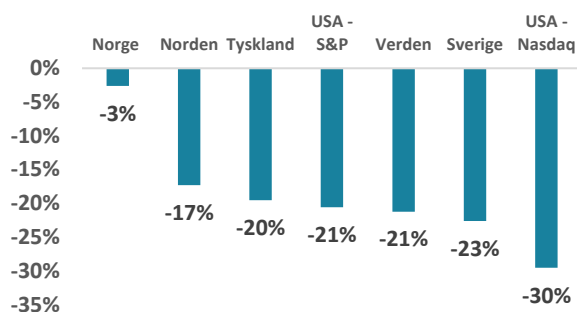
## Speakers' Corner - NOMA Capital 2. kvartalsrapport 2022

### Hvor er bunnen?

Utviklingen i 1. kvartal har forsterket seg igjennom 2. kvartal. Inflasjonen fortsetter å stige. Sentralbankene har på kort tid snudd 180 grader, og kommuniserer nå «whatever it takes» for å snu den negative utviklingen. Styringsrentene er derfor hevet mer og raskere enn tidligere ventet. Det vil fortsette i overskuelig fremtid ifølge sentralbankene. Frykten er at konsumentenes inflasjonsforventninger fortsetter videre opp, noe som vil kunne medføre en ondartet lønns spiral det er vanskelig å komme ut av.

Konsekvensene for kapitalmarkedene er ikke overraskende. Kryptovalutaer har kollapset, aksjer og obligasjoner har falt historisk mye på kort tid, og det er full brems i eiendomsmarkedet. I tillegg skaper invasjonen i Ukraina stor geopolitisk usikkerhet og disruptjon i de globale forsyningskjedene for korn, energi og andre råvarer. Det uoversiktlige bildet gjør at investorene er blitt veldig pessimistiske. Ved inngangen til 3. kvartal har frykten for en større konjunkturedgang økt. I USA har statsrentene begynt å falle tilbake og rentekurven er invertert. Investorene søker en trygg havn i den amerikanske dollaren, som er rekordsterk.

Utvikling utvalgte aksjemarkeder 1. halvår 2022



Hvor langt unna bunnen vi er i aksjemarkedet er utfordrende å ha noen bastante meninger om. Ser vi til summen av 14 ledende strateger internasjonalt, spådde disse i begynnelsen av juni at det amerikanske aksjemarkedet (S&P 500) skulle stige med 21% for resten av 2022. Den mest negative strategen spådde en oppgang på 7%. I mellomtiden har S&P 500 falt ytterligere 8% frem til utgangen av 1. halvår. Nå hagler det med nedjusteringer fra de fleste av disse strategene. Det virker som om proffene er like ukjent som oss andre med å investere i perioder med høy inflasjon. Det er tross alt 40 år siden forrige gang.

De fleste aksjemarkeder har falt 20% til 30% så langt i år drevet av multiplikontraksjon. Utviklingen fremover vil i større grad være avhengig av selskapenes inntjening på vei inn i det som ser ut som en uunngåelig konjunkturedgang. Paradoksalt nok er inntjeningsforventningene foreløpig lite påvirket av utviklingen i første halvår. Det overrasker oss ikke, og vi tror 2. kvartalsrapportene som blir offentliggjort fra

midten av juli generelt vil imøtekomme forventningene. Viktigere er hva som kommuniseres om andre halvår og for neste år. Historien viser at inntjeningen skal betydelig ned når konjunkturutviklingen ender opp i resesjoner. I USA har inntjeningsforventingene falt med ca. 20% i gjennomsnitt for de siste fem resesjonene i perioden 1982 – 2020. Under finanskrisen i 2008 – 2009 falt inntjeningsforventingene med 35%, mens de i perioder med mildere resesjoner i hhv. 1982, 1991 og 2001, falt med ca. 15%.

En resesjon er ofte definert som to sammenhengende kvartaler med negativ økonomisk vekst. Med negativ vekst i 2. kvartal er USA allerede inne i en resesjon ettersom 1. kvartal også viste negativ vekst. Viktigere er nok utviklingen i arbeidsledigheten. Frem til nå har det vært en ekstrem knapphet på arbeidskraft. Det skal derfor mye til at ledigheten øker mye på kort sikt, som bedre reflekterer det vi vanligvis opplever i perioder med resesjon. Det støtter opp om et lavere inntjeningsfall for bedriftene i USA denne gangen. Et noe mindre stramt arbeidsmarked vil også redusere presset på lønnsinflasjonen.

Ved utgangen av 2. kvartal var det amerikanske aksjemarkedet priset til ca. 16 ganger neste 12 måneders inntjeningskonsensus, som er ned ca. 25% fra inngangen av 2022. Forutsatt at inntjeningsestimaterne er riktige, er prisingen innenfor et normalt intervall, historisk sett. Forutsetter vi at estimatene er 15-20% for høye, vil nedsiden trolig være tilsvarende. For S&P500s del vil da indeksen kunne falle ned mot 3000 – 3200. I et slikt scenario vil fallet være nærmere 40% fra toppen den 3. januar i

år. Et større fall kan heller ikke utelukkes. Både under dotcom-boblen, og gjennom finanskrisen, bidro summen av inntjeningsfall og multiplikontraksjon til en nedgang i det amerikanske aksjemarkedet på mer enn 50%. Vi tror det er lite sannsynlig i denne nedturen.

For Europas del er situasjonen dessverre betydelig verre. En i stor grad selvforskyldt og mislykket energipolitikk de siste 10 – 15 årene har satt EU i en meget vanskelig situasjon. En situasjon det er utfordrende å komme seg ut av på kort- og mellomlang sikt. Ett eksempel på dette er Europas flaggskip, Tyskland. Siden gjenforeningen mellom Øst- og Vest-Tyskland har overskuddet på handelsbalansen økt fra null til nesten 300 milliarder euro på årlig basis. I forrige måned opplevde Tyskland sitt første underskudd på månedsbasis på mer enn 30 år. Tyskernes utfordringer er kun i startfasen. Uten tilstrekkelig tilførsel av gass fra Russland, Norge og USA, vil den tyske eksportorienterte industrielle aktiviteten kunne kollapse. Smitteeffekten til et skjørt Europa vil være betydelig. Særlig Italia er utsatt med en enda høyere gassimport avhengighet.

Det tyske aksjemarkedet (DAX) prises på ca. 10 ganger 12 måneders forventet fremtidig inntjening. Det kan virke lavt sammenlignet med det amerikanske. Forskjellen skyldes delvis utvalget av selskaper og industrier, som er mer syklisk av natur i Tyskland. I tillegg har deler av finanssektoren ligget med brukken rygg siden finanskrisen, noe som reflekteres i prisingen. Utfordringen fremover ligger i at inntjeningen kan falle mye gitt den sårbare situasjonen Tyskland og Europa står i de neste årene. Tyskland vil neppe utvikle seg bedre enn

USA fremover i de fleste scenarier vi legger til grunn.

Norge er som vi ofte nevner annerledeslandet. Vi høster godt når vi kan selge råvarer få andre har i ekstrem situasjoner. Utviklingen i aksjemarkedet (OSEBX) i år bekrefter dette. For første halvår falt Norge kun med 3%. Fjerner vi olje- og gass selskapene ville indeksen være ned med mer enn 15%.

Ved utgangen av 1. halvår var det norske aksjemarkedet priset til under 10 ganger 12 måneders forventet fremtidig inntjening. Forklaringen ligger i en forventet inntjeningsøkning på ca. 80% fra et allerede rekordhøyt 2021. Få investorer legger til grunn at superlønnsomheten vil vare over lang tid. En global konjunkturedgang, som normalt medfører en etterspørselsvikt etter råvarer, vil påvirke Norge svært negativt. En løsning i Ukraina som gjenåpner forsyningskjedene vil også kunne påvirke Norges eksportpriser negativt. Derfor er det en god lakmustest å se til prisingen av det norske aksjemarkedet med mer normale råvarepriser. Den viser at inntjeningsmultiplene øker til ca. 17 ganger. Dette er svært høyt for det norske aksjemarkedet. Norge er derfor blant de mest eksponerte ovenfor en negativ global konjunkturutvikling.

I ethvert større aksjemarkedsfall vil det være korte og kraftige rekyler. Vi har opplevd to av disse i USA allerede gjennom 2022. Flere kommer nok fremover. På tross av at verdiene som er tapt i aksje- og rentemarkedet i denne nedturen er større enn under finanskrisen, målt mot BNP for de respektive periodene, er det ingen panikk i markedene. Vår erfaring er at det må inntreffe for at bunnen skal nås. Det er lettere å observere tvangssalg og panikk i kryptovalutamarkedet, hvor mange investorer og andre interessenter har gått overende i det siste.

Selv om vi tror bunnen i aksjemarkedene ligger foran oss, begynner det å bli mange selskaper hvor prisingen oppleves som interessant. Derfor er vi også i økende grad optimistiske for muligheten til å investere den store andelen kontanter fondene besitter i selskaper med solid risikojustert avkastning i tiden fremover. Erfaringsmessig gjøres de beste investeringene i dårlige tider, og særlig når andre er tvunget til å selge. Inngangskursen er nemlig avgjørende for fremtidig avkastning!

---

Kvartalsrapporten gir informasjon om NOMA Fokus AS, B-aksjer og NOMA Vekst I AS, B-aksjer ("Fondene"). Fondene er alternative 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, Fondenes risiki, 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 Fondene, 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. Fondsdokumentasjon herunder 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.