

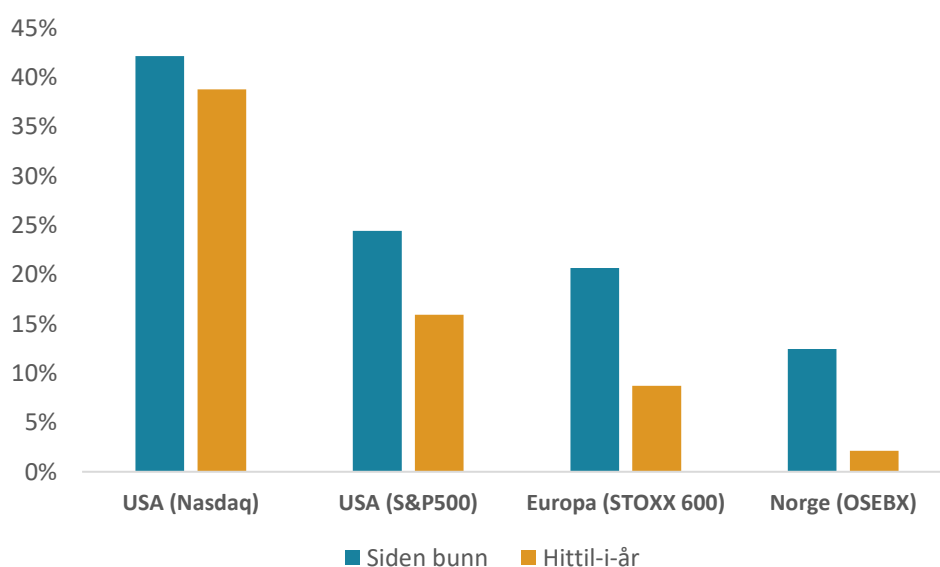
Speakers' Corner - NOMA Capital 2. kvartalsrapport 2023

Makroangst og andre rariteter

I mer enn ett år har økonomer og strateger i stadig større grad advart om en forestående global konjunkturedgang som ville kunne ramme aksjemarkedet hardt. Til en viss grad har de fått rett i sine spådommer når det gjelder den økonomiske utviklingen. Europa er hardt rammet av Russlands invasjon i Ukraina, og Kina sliter med å få fart på den økonomiske aktiviteten på vei ut av den langvarige Covid-19 nedstengingen. USA, derimot, har overrasket de fleste med en vesentlig høyere veksttakt i økonomien, dette til tross for den høyeste inflasjonstakten med tilsvarende renteoppgang på mer enn 40 år.

Det har ikke vært vanskelig å forstå det negative synet. En rekke tradisjonelle ledende indikatorer, som f.eks. den etter hvert svært inverterte amerikanske rentekurven, har gitt et sterkt varselsignal på at den økonomiske aktiviteten står foran en avmatning. Makroangsten er også årsaken til at investorene i stor grad har posisjonert seg for et svakt aksjemarked. Kapitalen har vært re-alloktert fra aksjemarkedet til kontanter og sikre rentepapirer med kort løpetid. Sjelden har så mange investorer tatt så feil. Siden aksjemarkedene brøt ut av det såkalte bjørnemarkedet i fjerde kvartal i fjor, har de to ledende amerikanske indeksene, den brede markedsindeksen S&P500 og den teknologitunge Nasdaq-indeksen steget hhv. 24% og 42%. I første halvår i år er de opp hhv. 16% og 39%. Utviklingen i Nasdaq-indeksen så langt i år er den beste siden begynnelsen av 1980-tallet.

Det europeiske aksjemarkedet har utviklet seg tilsvarende positivt med en oppgang på 21% fra bunnen i fjor og 9% i første halvår i år. Dette til tross for den negative konjunkturutviklingen i Europa. Norge henger etter med en oppgang på 13% fra bunnen i fjor og 2% i første halvår i år.



Hvorfor har markedene fortsatt å stige, til tross for en bankkrise, trusselen om et amerikansk mislighold og flere renteøkninger enn ventet fra Federal Reserve? Det enkleste svaret: Gang på gang klarte ikke investorenes verste scenarier å materialisere seg. Det har vært nok av hendelser til å gi makroangsten legitimitet.

Rask handling fra regulatorer og bankfolk i mars bidro til å forhindre at sammenbruddet av Silicon Valley Bank ble til en systemisk kredittkrise. Amerikanske lovgivere klarte å inngå en avtale om statlige utgifter i slutten av mai, akkurat i tide til å avverge det som ville ha vært et enestående amerikansk mislighold av statsgjeld.

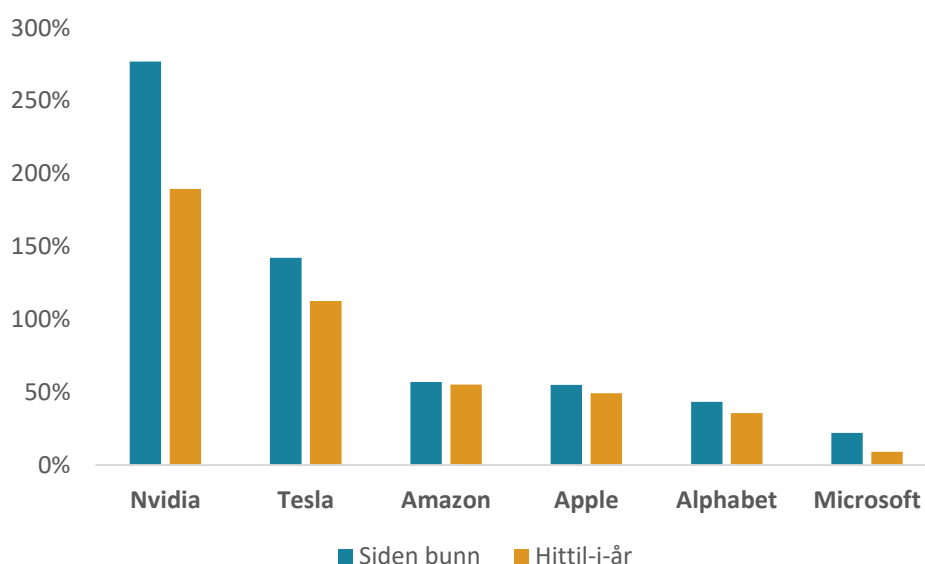
Fed har fortsatt å heve renten i et forsøk på å dempe inflasjonen. Men Feds renteøkninger har heller ikke stoppet den økonomiske ekspansjonen. Veksten i første halvår har vokst betydelig raskere enn forventningene. Arbeidsmarkedet har fortsatt å legge til nye jobber i et tempo godt over det prepandemiske gjennomsnittet.

Hvis første halvår i 2023 har vist noe, er det at det er vanskelig å forutsi hvilke overskriftsfengende hendelser som ender opp med å ha en varig innvirkning på markedsavkastningen.

En stadig større andel av strateger og investorer har ved inngangen til annet halvår kapitulert. Andelen med en defensiv allokering er redusert og strategene øker sine fremtidige mål for indeksene, mens de sliter med hvordan de skal posisjonere seg i aksjemarkedet etter et rally som ingen så komme, og en resesjon som nekter å starte. Ifølge Bloomberg er det ved inngangen til annet halvår i år en 50%-poeng forskjell mellom de mest positive og negative strategene. Utfallsrommet har ikke vært større på mer enn 20 år.

En torn i siden for mange har nemlig vært det faktum at markedsoppgangen er drevet av et fåtall såkalte megacap-teknologiselskaper, som investorer tror vil være vinnere innen utviklingen av kunstig intelligens. Uten oppgangen for disse selskapene, ville markedsavkastningen sett veldig annerledes ut.

For å sette utviklingen til disse megacap-teknologiselskapene i perspektiv. Apples selskapsverdi er nå større enn den franske økonomien (BNP). Microsoft er større enn Italias økonomi. Alphabet overstiger den meksikanske økonomien, mens Tesla er større enn Taiwans økonomi.



Utviklingen har utløst en bekymring for for mye konsentrasjon i de store indeksene. Seks av Nasdaq-indeksens største selskaper utgjør nå mer enn 50% av indeksen. En investering som følger Nasdaq-indeksen slavisk betyr uunngåelig at utviklingen fremover avgjøres av en håndfull gigantiske teknologinavn. En slik sneverhet fjerner diversifiseringseffekten til et punkt hvor indeksleverandørene har måttet iverksette mottiltak. Den samlede

vekten for de seks selskapene (Microsoft, Apple, Alphabet, Nvidia, Amazon og Tesla), vil reduseres til ca. 40% om kort tid. Kun to ganger tidligere har indeksleverandørene måtte gjennomføre tilsvarende endringer (1998 og 2011). I begge tilfeller falt indeksene betydelig i etterkant.

En viktig avklaring for resten av 2023 og 2024 blir om sentralbankene klarer å styre den økonomiske aktiviteten inn i et såkalt «Goldilock»-scenariet med moderat økonomisk aktivitet og lavere inflasjon. Historikken viser at de ikke er gode til det. Like viktig, tror vi, er å forstå rådende investorpsykologi som en viktig nøkkel til avkastning over tid. Se etter perioder når investorer er så optimistiske at de tror ting bare kan bli bedre, vanligvis uttrykt i det farlige synet om at "det er ingen pris for høy". På samme måte, erkjenne når de samme investorene er så deprimerte at de konkluderer med at ting bare kan bli verre. I 2022 ble det for mye av det sistnevnte. Nå er vi bekymret for optimismen som råder rundt megacap-teknologiselskapene og hva kunstig intelligens skal skape av verdier. For resten av markedet er mulighetene mange med kombinasjonen av god lønnsomhet, robuste balanser og fornuftig prising. Vi forblir derfor optimister, men indeks raritetene kan komme til å påvirke utsiktene.

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