

## Utdrag fra NOMA Fokus 4. kvartalsrapport – Det nye Kina

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 kvalitetsselskaper. 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.

### Speakers' Corner

#### Det nye Kina

Etter flere tiår med et strengt kommunistisk styre under Mao, startet Kina en omfattende økonomisk reform på 70-tallet. Resultatene har vært enestående. Med en gjennomsnittlig årlig vekst på over 9% siden 1978, har Kinas økonomi trolig opplevd den største og lengste økonomiske ekspansjonen verden noen gang har sett. Etter et fall i veksttakten gjennom 90-tallet, steg veksten igjen i forbindelse med landets inntreden i WTO 11. desember 2001.

10 års dagen for utbruddet av finanskrisen ligger nå bak oss. Denne rammet verden hardt, mens Kinas vekst fortsatte ufortrødent videre. Riktignok halverte veksten seg til 6%, en vekst de fleste land bare kan drømme om, selv i gode tider. Siden spratt veksten igjen opp til stratosfæriske 10%, før den gradvis har sklidd nedover mot dagens 6%. Når den absolutte størrelsen på økonomien blir stadig større er det tross alt ikke urimelig at prosentene blir litt lavere. Så hvorfor prater vi da om Kina og finanskrisen i samme avsnitt?

Kina var altså ett av svært få land som tilsynelatende kom seg helberget gjennom finanskrisen, og veksten kom raskt tilbake. Men den kinesiske økonomien før og etter finanskrisen er vesentlig endret.

Vi benytter noen enkle illustrasjoner under til å forklare endringene.

En families totale etterspørsel etter varer og tjenester dekkes av familiens inntekter. Om familien ønsker å etterspørre mer enn den tjener, så kan familien gå i banken og låne penger. Etterspørselen fra familien er således ikke bare dens inntekt, men summen av inntekt og endringen i netto belåning. Litt forenklet er dette tilfellet også for en økonomi. Etterspørselen i en økonomi er ikke bare bruttonasjonalproduktet (BNP - eller riktigere bruttonasjonalinntekt, BNI), men også økningen i gjelden i samfunnet. Etterspørsel etter bruktboliger til stadig høyere priser er for eksempel ikke en del av BNP, selv om den påvirker BNP positivt gjennom formues effekter osv. Så lenge det går får man altså en positiv spiral.

Før finanskrisen trengte Kina 1 Yuan i kreditt (økning i gjelden) for å øke BNP med 1 Yuan. Inntektene steg altså like raskt som gjelden, noe som virker å være en sunn balanse for en økonomi i sin helhet, akkurat som for en familie. Da finanskrisen inntraff falt veksten i inntektene. Myndighetene og næringslivet, sistnevnte under påvirkning av myndighetenes politikk, svarte med å øke kreditten enda raskere, med mål om å opprettholde etterspørselen i økonomien. I årene 2008 til 2011 steg gjelden dobbelt så fort som inntektene, og siden er det blitt enda verre. Nå må det 5 Yuan i økt belåning til for å øke BNP med 1 Yuan. Dette er definitivt ikke en sunn balanse, og kan ikke fortsette. Den totale gjelden i Kina, unntatt finanssektoren, er økt fra moderate 125% av BNP før finanskrisen til rundt 260% av BNP i dag. Gjeldsøkningstakten må ned. Dette vet også myndighetene, så da ordner det seg vel?

Problemet med høy og raskt stigende gjeld er imidlertid at det er vanskelig å komme ut av spiralen med stadig stigende gjeldsbyrde. I tabellen under har vi forsøkt å illustrere problemet. År null starter med en gjeld på 260% av BNP, som det er for Kina i dag. Vi har videre antatt at BNP vokser med 6% og gjelden det dobbelte av BNP, altså 12%. I tabellen vokser BNP i år 1 med 6 Yuan og gjelden med 31 Yuan, omtrent 5 gangeren. I vårt eksempel stopper gjeldsveksten opp i år 2.

	År 0	År 1	År 2
Gjeld	260	291	291
BNP	100	106	112
Gjeld/BNP	260%	275%	259%
Etterspørsel	128	137	112
<b>Vekst i etterspørsel</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>-18%</b>

På den nederste linjen i tabellen over ser vi hvilken effekt det vil få på etterspørselen i økonomien. Etter en 7% årlig vekst i etterspørselen, så faller den med brutale 18%. Merk at dette ikke innebærer at det betales ned på gjelden, men bare at man ikke låner mer. Et 18% kutt i etterspørsel/forbruk vil nok oppleves som ganske brutalt for de fleste familier. For en økonomi blir imidlertid realiteten enda verre. I tabellen har vi forutsatt at inntektene (BNP/BNI) tross alt forblir de samme. For en familie kan nok det være realistisk så lenge de beholder jobbene sine. Tilsvarende gjelder ikke for en økonomi som helhet.

Å se for seg et 18% fall i etterspørsel mens Kinas BNP fortsetter å vokse 6% er utenkelig. Hvor mye av dette voldsomme fallet i etterspørselen vil påvirke BNP er ikke enkelt å forutsi, men at effekten vil bli vesentlig er det liten tvil om. Å tenke seg at BNP veksten ville falle til null er trolig for optimistisk. Da vil gjelden som andel av BNP være uendret. I eksempelet har altså Kina tatt kraftige grep for å få ned gjeldsbyrden. Landet har stoppet å låne med den effekt at veksten går fra 6% til 0%, men gjelden som andel av økonomien er fortsatt like stor.

I tabellen til høyre har vi justert samme eksempelet til å anta at BNP vil falle 3% i år 2 som følge av tilstrammingen. Et slikt 3% fall medfører en nedgang i etterspørselen på 25% som ikke virker spesielt pessimistisk. Problemet nå er

at gjeldsbyrden (gjeld/BNP) faktisk har økt fra 275% til 283%. Etter massive innstramminger for å få ned gjeldsbyrden, har altså gjeldsbyrden økt.

	År 0	År 1	År 2
Gjeld	260	291	291
BNP	100	106	103
Gjeld/BNP	260%	275%	283%
Etterspørsel	128	137	102
<b>Vekst i etterspørsel</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>-25%</b>

I utgangspunktet er det den globale utviklingen i privat gjeld (husholdningene og næringslivet) som bekymrer oss mest. For statlig gjeld kan en sentralbank redde det offentlige ved å kjøpe opp, og, i teorien, også slette den gjelden. Noen som har hørt om kvantitative lettelsener eller QE? Dette kan vedvare inntil inflasjonen tar av, og/eller markedet mister tiltroen til landets valuta. Skillet mellom hva som er privat og offentlig gjeld i Kinas tilfelle er vanskelig å definere grunnet statens enorme eierskap og innflytelse over «privat» sektor. Således er vår illustrasjon en vesentlig forenkling. Om vi hadde benyttet Norge som eksempel er gjelden som andel av BNP høyere i Norge enn i Kina, til tross for at den norske staten for alle praktiske formål er gjeldfri. Det vesentligste av gjelden i Norge er altså privat. Når vi likevel velger å sette søkelys på Kina, så skyldes det:

- 1) at Norge er en forsvinnende liten del av verdensøkonomien
- 2) at veksten i gjeld er vesentlig lavere i Norge og
- 3) at Kina har et gjeldsnivå som ingen fremvoksende økonomi, oss bekjent, har noen gang har vært i nærheten av.

Vi er ikke eksperter på Kina, og vi vet ikke hvordan dette vil utspille seg. Det vi vet er at en økonomi som trenger stadig mer gjeld for å opprettholde veksten, ikke er en sunn økonomi. Det øker sårbarheten i økonomien, og er en spiral som er veldig vanskelig å komme ut av uten å ende opp i en betydelig krise. Vi vet også at Kina utgjør ca. 25% av verdensøkonomien, og at en krise her vil påvirke verdensøkonomien. Norge, som er en liten og åpen økonomi, har de siste tiårene nytt meget godt av å selge det Kina trenger, som for eksempel olje, laks, aluminium,

og shipping tjenester. En krise i Kina vil kunne ramme Norge særlig hardt. Vi følger utviklingen videre med bekymring.

Neste tegningsperiode: juni 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).

---

Rapporten 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.