

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 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.

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.

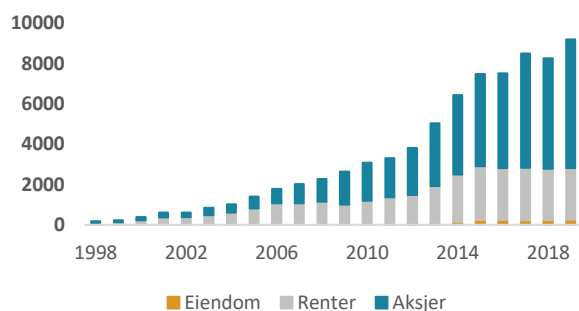
Oljefondet, som egentlig heter Statens pensjonsfond utland, ble ved lov etablert i 1990 for å sikre langsiktig sparing av statens petroleumsinntekter på vegne av det norske folk. Norges olje- og gassressurser ble vurdert som en formuespost, og avkastningen på denne formuen ble ansett som en permanent 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.

Markedsverdi oljefondet (mrd. kroner)



Kilde: NBIM/NOMA Capital estimat

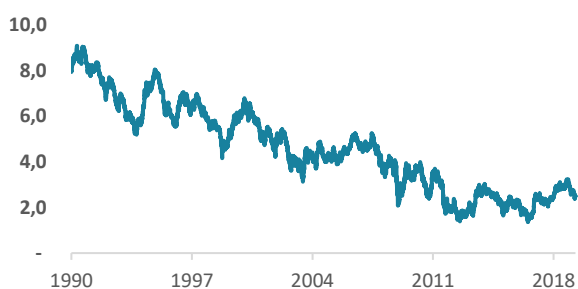
En "handlingsregel" ble etablert i 2001. Denne satte rammer for hva som ble ansett for å være en permanent inntekt, eller realavkastning på fondets midler. Ved etableringen ble nivået satt til 4% årlig realavkastning. I 2017 ble handlingsregelen endret til 3%. Lavere realrenter, og vesentlig større forvaltningskapital 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 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 finanskrisen 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 etterspørselseffekt 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. Opinionen, 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 spetaket begynner.

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.

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.