

## Utdrag fra NOMA Fokus 2. kvartalsrapport 2020

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.

### Er vi sinte på FED?

Spørsmålet ble betimelig stilt av to akademikere i et leserinnlegg i den politikk- og økonomifokuserte nettavisen The Hill nylig. De er ikke alene om å rette fokus mot de mulige konsekvensene av situasjonen vi befinner oss i nå, som følge av Feds tiltak i år, og som er uten sidestykke historisk sett.

Den amerikanske sentralbanken, mer kjent som «The Fed», ble etablert i 1913. Bakgrunnen for etableringen var blant annet å sørge for at en overordnet sentral bank ble ansvarlig for å trykke pengesedler. Gjennom store deler av 1800-tallet hadde mange privateide banker retten til å utstede sedler. Dette skapte store praktiske problemer, da man kunne oppleve at pengesedler utstedt av en bank ikke ble godtatt av kunder i en annen bank.

Siden etableringen for mer enn 100 år siden har Fed fått et vesentlig bredere mandat. Blant de viktigste oppgavene i dag er ansvaret for opprettholdelse av makroøkonomisk stabilitet gjennom en lav inflasjon og maksimal sysselsetting. Det viktigste virkemidlet for å nå disse målene er pengepolitikken. I tillegg opptrer Fed som såkalt «lender of last resort», dvs. aktøren som tilfører banksystemet likviditet når bankene selv ikke er i stand til det.

Dette er ingen lett oppgave for menneskene som er satt til å gjennomføre mandatene sentralbanken har fått av sin oppdragsgiver, den amerikanske kongressen. Fed er helt avhengig av tillit til at den utfører oppgavene med suksess. Hvis ikke vil økonomien og kapitalmarkene kunne påvirkes negativt med store uønskede konsekvenser.

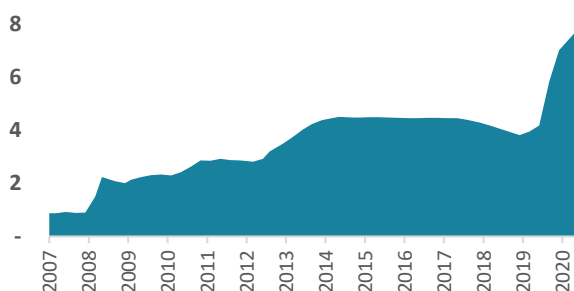
Situasjonen vi opplever i dag har sitt utspring fra tidligere sentralbanksjef Alan Greenspans tiltredelse i 1987. I etterkant av fallet i aksjemarkedet på mer enn 22% fredag 19. oktober samme år, tilførte Greenspan store mengder likviditet til markedsaktørene, og senket i tillegg rentene betydelig. I seg selv var ikke dette noe nytt tiltak fra sentralbanken. Men gjennom Greenspans periode som Fed-ansvarlig frem til 2006, og for de etterfølgende tre sentralbanksjefene, har det utviklet seg et inntrykk av at Fed fokuserer mer på å understøtte selve verdsettelsen av finansmarkedene, enn å sørge for at kredittgivingen i samfunnet fungerer tilfredsstillende. Resultatet av dette er blitt kjent som «The Fed-put».

Når markedsaktørene får tilgang til stadig mer «gratis» kapital, med vissheten om at sentralbanken vil gjøre mer av det samme hvis noe skulle skje, medfører det en adferd som tar oss lengre og lengre vekk fra kapitalismens utgangspunkt. På mange måter er frimarkedsøkonomien blitt til en sentralbankøkonomi. Konsekvensene erfarer vi i disse dager. Samtidig som den underliggende amerikanske økonomien gjennomgår sin verste nedtur på mer enn 100 år har det amerikanske aksjemarkedet opplevd det beste kvartalet på mange tiår. Investorene kan fortsette sin lykkelige reise i visshet om at Fed er der for å beskytte dem hvis noe skulle gå galt.

Egentlig bør vi ikke være overrasket. Når Fed lover å gå så langt som de må, vil den finansielle økonomien leve sitt eget adskilte liv fra den virkelige økonomien, drevet av gratis kreditt og likviditet. Siden covid-19 traff USA i mars og ut 2020 vil Fed tilføre med enn 4 ganger oljefondet i likviditet. Til sammenligning er dette mer enn 4 ganger så mye som under finanskrisen i 2008, men på under halvparten av tiden fra den gangen. Det

paradoksale med Feds tiltak er at sentralbanken, i motsetning til investorer generelt, er mer bekymret for å ende opp med å kjøpe for billig. Målet til Fed er å få opp prisene på verdipapirene som kjøpes for å få befolkningen til å føle seg rikere, som igjen vil føre til høyere forbruk. Det brukes altså 140 milliarder kroner daglig for tiden på å få til dette.

Feds balanse 2007 - 2020 (\$ billioner)



Kilde: Federal Reserve (ultimo 2020 er et estimat)

Frem til i år har Fed stort sett kjøpt meget sikre lån. Nå har Fed utvidet sin rolle som investor ved å kjøpe usikrede lån, inklusive lån fra bedrifter som står så dårlig stilt at de kanskje ikke har evnen til å overleve. Dette gjøres både gjennom børsnoterte fond og direkte i enkelt selskapslån. Ikke bare amerikanske bedrifter blir hjulpet, men også europeiske og asiatiske bedrifters gjeld blir kjøpt. Hvordan det siste bidrar til å hjelpe den amerikanske skattebetaleren sliter vi ærlig talt med å skjønne. Men det er ikke bare de svake og utenlandske som blir reddet. Til og med Warren Buffets Berkshire Hathaway med sine \$125 milliarder i banken får nå bistand av Fed. Det ville ikke overraske oss om Buffet er sint på Fed. Orakelet fra Omaha, som han ofte kalles, har historisk vært storkjøper av aksjer når krisene inntreffer som nå. Denne gangen har Fed kommet ham i forkjøpet. Ikke bare ødelegger Fed for Buffet, men sentralbanken kjøper gjeld i hans eget selskap.

Så lenge tilliten til at Fed opprettholder denne strategien består, vil investorene følge opp med en umettelig risikoappetitt. Nullrente regimet med påslag av en aksjerisikopremie på 2 - 3%-poeng medfører at multiplene skal doble seg fra historisk gjennomsnitt. Og det er nettopp det som er i ferd med å skje nå. Skulle noe gå galt fremover er vi overbeviste om at Fed vil ta i bruk neste verktøy i kassen. Liksom har de japanske og

kinesiske sentralbankene gjort over en lang periode, vil Fed begynne å kjøpe børsnoterte aksjefond og kanskje også direkte i selskapene. Vi er nok ikke alene om dette synet, og det reflekteres til en viss grad i dagens høye verdsettelse av det amerikanske aksjemarkedet. Men vi vet også av erfaring at forholdene kan endre seg raskt. Og med dagens luftige prissetting av finansaktiva er det langt ned til en fundamental verdsettelse, skulle grådigheten endres til frykt blant markedsaktørene.

I forvaltningen av NOMA Fokus er vi opptatt av å ha mange verktøy å spille på i en slik situasjon som vi er i nå. Etter vårt skjønn er realøkonomien så adskilt fra prisingen av finansmarkedene, at det er viktig å ha et fleksibelt mandat som NOMA Fokus har. Vår hovedmålsetning om å ta del i den langsiktige underliggende verdiskapingen i kvalitetsselskaper ligger godt forankret. Med nåværende verdsettelse av det vi definerer som kvalitetsselskaper, er alternativene færre enn normalt. Mulighetene er likevel mange, og i realiteten økende. Vi opplever større prisingsforskjeller mellom selskaper og industrier enn på mange tiår. Covid-19 har forsterket denne utviklingen. Derfor er fleksibiliteten i NOMA Fokus viktig fordi det gjør oss i stand til å kunne utnytte alle markedsretninger, og kapitalisere på feilpriser mellom selskaper og aktivaklasser. Fokuset er derfor på flere verktøy i kassen enn normalt. Dette gir oss muligheter til å skape avkastning på andre områder når fondets hovedstrategi er mer utfordrende å forfølge.



Vi forstår at «Main Street» er sint på «Wall Street». Feds agerende har gjort de rike veldig mye rikere. Mannen i gaten har ikke fått mye ut av eksperimentet til Fed. Vi sliter med å se hvordan Fed skal komme seg ut av denne situasjonen med suksess, men inntil videre vil trolig

likviditetsrallyet fortsette. Vi skal bare ikke glemme at realøkonomien og finansøkonomien en dag vil konvergere. Selv Fed klarer ikke å trylle bort forskjellen over tid!

Neste tegningsperiode: desember 2020.

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).

---

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](http://www.nomacapital.no). Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.