



Til: Styret i Stiftelsen Scheibler
Fra: Investeringsutvalget
Dato: 18. juni 2020

Årsrapport forvaltning 2019

A. Strukturelle forhold

Stiftelsen Scheiblers finansportefølje forvaltes for å oppnå god langsiktig realavkastning uten å ta for stor risiko. Styret har det overordnede ansvar for forvaltningen, men har delegert forvaltningen til Stiftelsens Investeringsutvalg (som består av to styremedlemmer og et eksternt medlem). Utvalget arbeider med mandat fra styret og beslutter konkrete investeringer innen rammen av den allokeringstrategi og den særskilte investeringsinstruks styret har fastsatt. Investeringsutvalget benytter Industrifinans Kapitalforvaltning AS som rådgiver/aktiv forvalter i forvaltningen av den likvide porteføljen, mens Investeringsutvalget forvalter de ikke-likvide plasseringene selv.

I løpet av 2019 har den langsiktige forvaltningsstrategien ikke blitt endret. Porteføljen forvaltes således iht. følgende strategisk allokering: 30 % renter (pengemarked 10 %, obligasjoner 20 %), 45 % egenkapitalinstrumenter (aksjer Norge 10 %, aksjer utland 30 %, private equity 5 %) og 25 % eiendom. Porteføljen forvaltes i samsvar med Stiftelsens regelverk for etiske og bærekraftige investeringer.

Det er Investeringsutvalgets oppfatning at god langsiktig risikojustert avkastning oppnås best ved å etablere en fornuftig forvaltningsstrategi, rebalansere porteføljen ved behov og velge forvaltere som ikke bare har levert bra historisk avkastning, men som også har de rette forutsetningene for å fortsette å levere god avkastning.

Investeringsutvalget legger også stor vekt på god risikokontroll og tilstrekkelig likviditet i porteføljen sett i forhold til utdelinger og driftskostnader. Det er i første kvartal 2020 frigjort MNOK 20 (som i dag står på bankkonto) for å ha midler til drift, utdelinger og eventuelle investeringsmuligheter, uavhengig av kortsiktig uro i finansmarkedene.

B. Porteføljens allokering og avkastning i 2019

2019 var et godt år for risikoaktiva. Det internasjonale aksjemarkedet målt ved MSCI All Countries (AC) World steg med 28,6 % (Målt i NOK), mens Oslo Børs målt ved OSEFX steg med 19,2 %. De børsnoterte selskapene hadde en svak inntjeningsvekst gjennom året og oppgangen i 2019 må sees i sammenheng med nedgangen i 2018. Norske kroner svekket seg med henholdsvis 1,6 % og 5,6 % mot henholdsvis amerikanske dollar og britiske pund. Den styrket seg med om lag 0,7 % mot Euro. Stiftelsen Scheibler sin investeringsstrategi innebærer at internasjonale aksjeinvesteringer i all hovedsak gjøres i fond uten valutasikring. En svekket kronekurs har derfor en positiv effekt på avkastningen i internasjonale aksjer.

Den internasjonale aksjefondsporteføljen til stiftelsen steg med 30,8 %, mens den norske aksjeporteføljen steg med 15,9 %.

Statsobligasjoner hadde en relativt svak utvikling også i 2019, på grunn av marginalt stigende renter. Kredittobligasjoner gjorde det bedre som følge av fallende kredittspreader. Obligasjonsporteføljen til Stiftelsen Scheibler nøt godt av spreadinngangen og hadde en samlet avkastning på 4,2 %. Det oppleves at det er god sikkerhet for lånene.

Den gode utviklingen i prosjektene i eiendomsporteføljen fortsatte i 2019, og den samlede avkastningen endte på 16,7 %.



STIFTELSEN
SCHEIBLER

Avkastningen i Private Equity endte på 7,8 %. Private Equity investeringene har gitt utbetalinger på om lag MNOK 3,6

Den samlede porteføljen til Stiftelsen Scheibler klarte seg meget godt gjennom 2019. Den samlede avkastningen endte på 16,3 %, mens referanseporteføljen steg med 12,0.

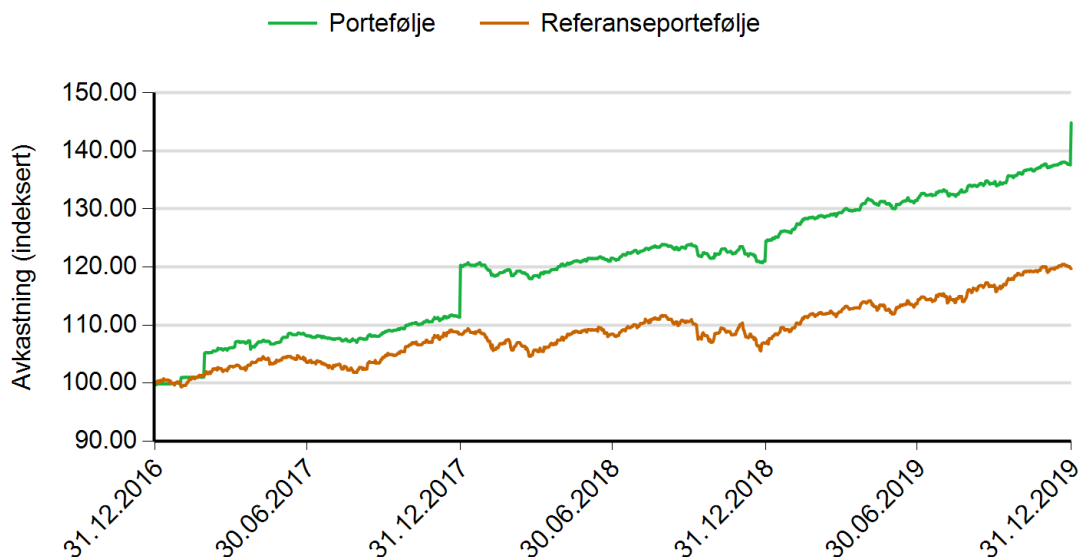
Den samlede avkastningen på porteføljen og aktivaklasser for 2019 og markedsverdien ved utgangen av året følger av tabellen under.

	Avkastning 2019	Markedsverdi 31.12.2019
Investeringsportefølje	16,3%	554 142 855
Referanseportefølje	12,0%	
Pengemarked	2,0%	38 196 185
ST1X	1,2%	
Obligasjoner	4,2%	87 445 005
NORM123D3	1,4%	
Internasjonale aksjer	30,8%	157 934 308
MSCI AC World NR	28,6%	
Norske aksjer	15,9%	38 447 848
OSEFX	19,2%	
Eiendom	16,7%	196 195 230
ST4X	1,0%	
Private Equity	7,8%	35 924 279
MSCI AC World NR	28,6%	



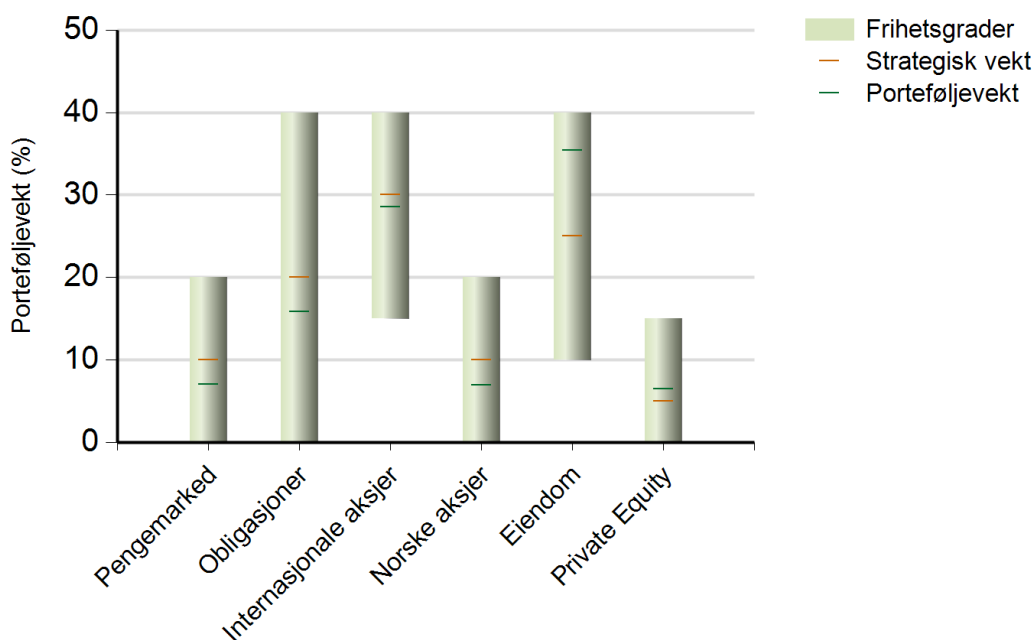
Utvikling siden 30.12.2016

Referanseportefølje:
ST1X 10 %, ST4X 25 %, NORM123D3 20 %, MSCI AC World NR 35 %, OSEFX 10 %



Figuren nedenfor viser hvordan allokeringen er i forhold til definert strategi.

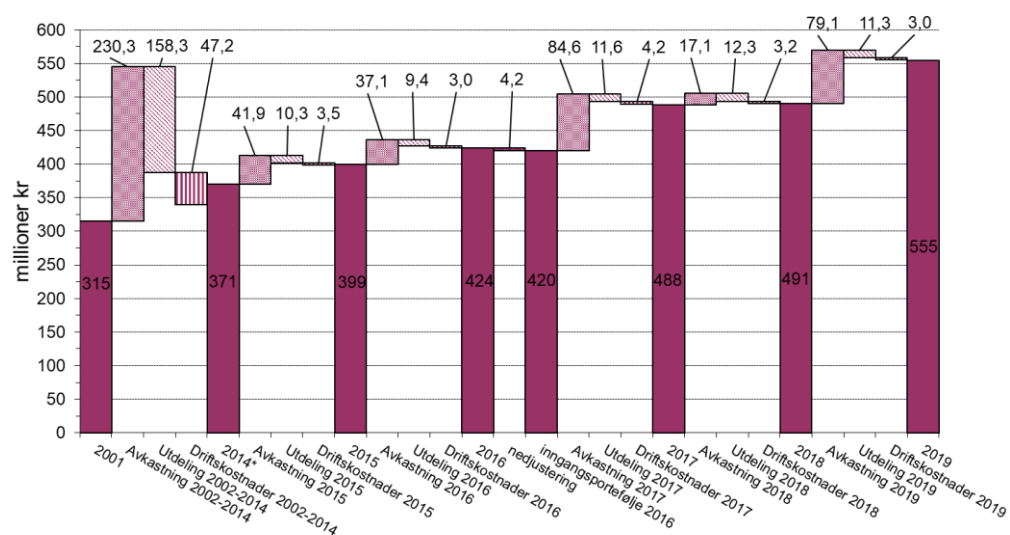
Porteføljevekt





C. Porteføljens historiske utvikling

Figuren nedenfor illustrerer porteføljens markedsverdi per 31.12 for hvert angitt år, avkastning, utdelinger og driftskostnader i perioden 2002-2014, samt 2015, 2016, 2017, 2018 og 2019. Noen mindre regnskapsposter kan utgjøre differanser. Justert for inflasjon, endring i KPI, har stiftelsen tilsammen delt ut over NOK 257,5 millioner fra og med 2002 til og med 2019.



* Stiftelsen fikk i 2013 tilført ca. 25 millioner kroner i form av arv.



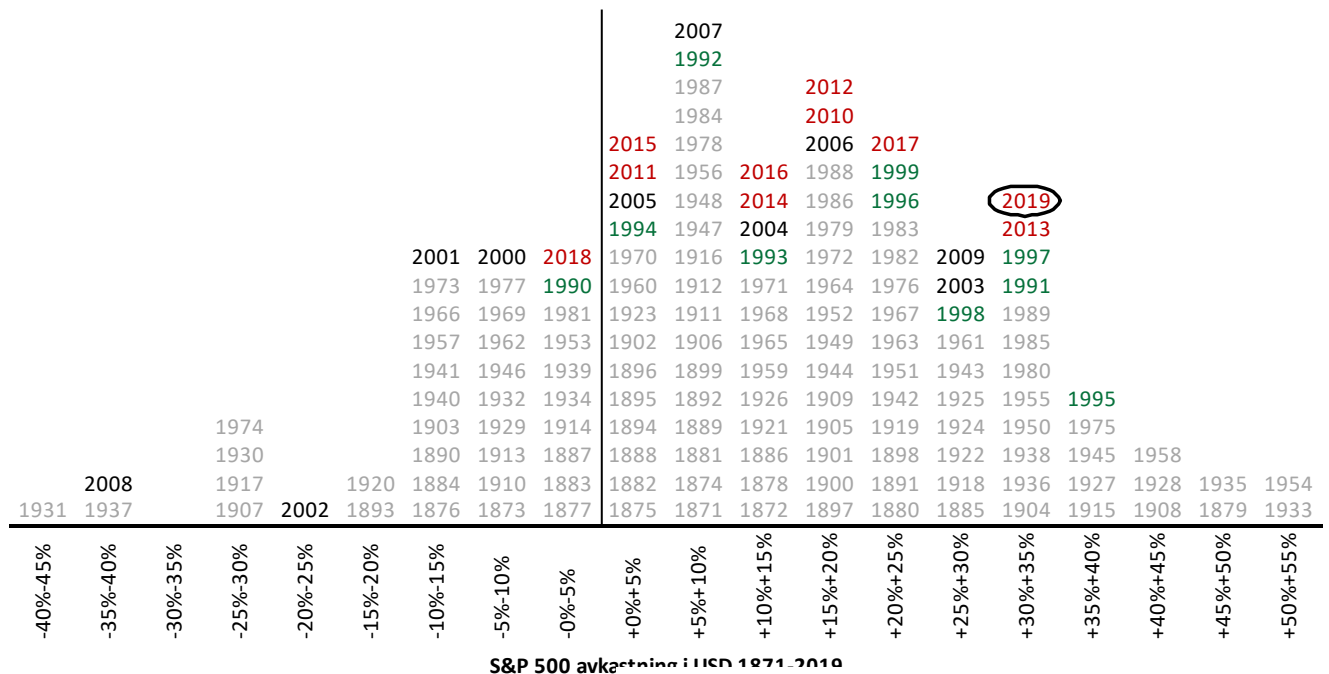
D. Kommentarer til markedsutviklingen i 2019

Markedskommentarene og makrobetraktningene i dette avsnittet bygger på Industrifinans Kapitalforvaltnings markedsvurderinger.

Markedsutviklingen i 2019 var god med sterk avkastning for aksjer. For de fleste har nok turbulensen de første månedene i 2020 mer fokus enn det gode fjoråret. En årsrapport som dette kommenterer naturlig nok forholdene i 2019, men gir også tilleggskommentarer til markedsutviklingen i den pågående koronakrisen.

Figur 1 viser en enkel oversikt om hvordan aksjemarkedets avkastning i USA for 2019 står seg i historisk sammenheng, helt fra 1871. Det er ikke mange år som har gitt bedre aksjeavkastning.

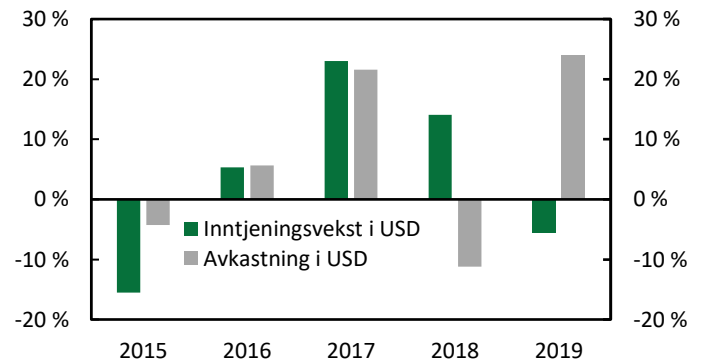
FIGUR 1
Årlig aksjeavkastning i USA



Kilde: Nordea Investment Management, Industrifin

Vår investeringsfilosofi er å investere i kvalitets-selskaper til en fornuftig pris for en langsiktig investering. God inntjening er et kjennetegn på kvalitetsselskaper. **Figur 2** viser en enkel oversikt over inntjeningsveksten for verdensindeksen MSCI All Countries World i USD, sammen med avkastningen. Vi legger merke til at den grønne søylen for 2019 viser at selskapene i indeksen hadde lavere inntjening enn året før, men at den grå søylen likevel viser en sterk avkastning. Årsaken var nok at investorene så gjennom svakere fundamental utvikling i troen på et visst oppsving som var forventet i 2020.

FIGUR 2
Godt år i 2019, tross svakere inntjening



Kilde: Bloomberg



Forventningene til 2020 har blitt tydelig endret etter at pandemien var et faktum. Første kvartals rapportering er ikke over ennå, men tallene så langt viser et kraftig fall, med tilhørende svake markeder. Svekkelsen av NOK har dog kraftig dempet fallet i internasjonale aksjer for investorer som har investert uten valutasikring. Konsensusforventning er at inntjeningen tar seg opp igjen gjennom 2020, men at året ikke vil gi særlig vekst totalt sett.

Vi søker en forvaltning som har det lange perspektivet på verdiskapende selskaper. Likevel vet vi at avkastningen varierer år for år med ulike faktorer i inntjeningsvekst, makroøkonomisk vekst, likviditet og verdsetting.

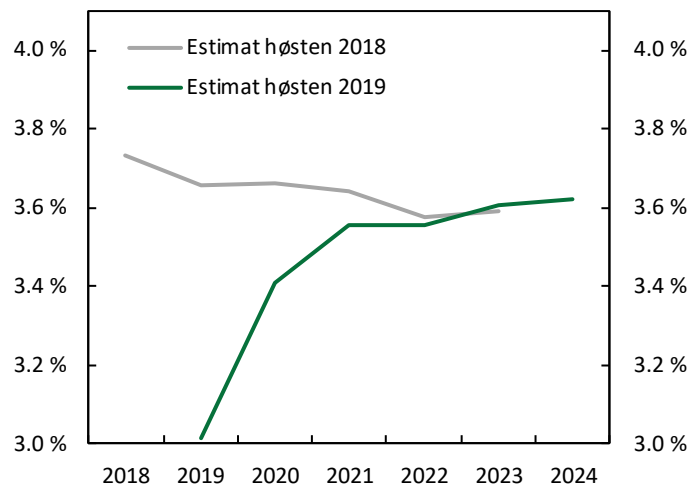
Inntjeningsvekst henger sammen med den **makroøkonomiske utviklingen**, da den faktiske inntjening i selskapene er en vesentlig del av brutto nasjonalprodukt (BNP). **Figur 3** viser Det internasjonale pengefondets (IMF) sine forventninger til global økonomisk vekst. Selv om forventningene falt gjennom 2019, var det likevel knyttet gode forventninger til 2020 og årene etter. Forventningene til styrket vekst i 2020 var medvirkende til den gode avkastningen i 2019.

En viktig årsak til at de fundamentale vekstforventningene for 2019 falt, var Storbritannias vei ut av EU. Europa ble rystet av **Brexit**, spesielt etter det siste britiske valget hvor de konservative, under ledelse av Boris Johnson, fikk et stort flertall i det britiske underhuset. Forbundskansler Merkel i Tyskland har vært et ankerfeste i stormene i EU, men meldte i 2019 at hun ikke stiller til gjenvalg. President Macron i Frankrike fortsatte sin reformpolitikk, men hadde nok å stri med av protester og demonstrasjoner på hjemmebane. Italias folkevalgte gikk i retning av populisme.

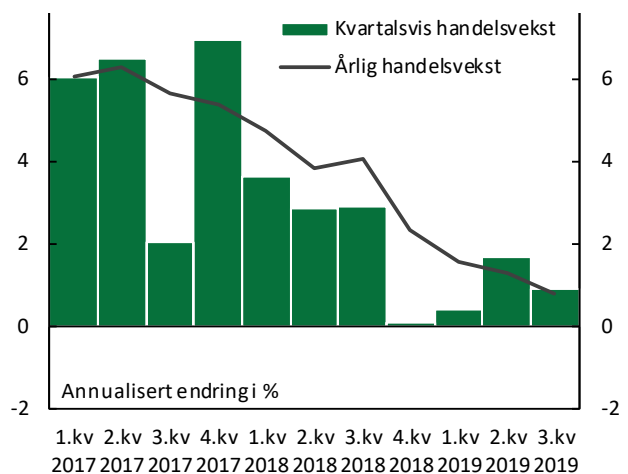
Selv om konflikter på mange plan mellom nasjoner er høyst alvorlige, er det nok effekten av **handelskrigen** mellom USA og Kina som har hatt størst direkte effekt på den økonomiske veksten. **Figur 4** viser hvordan handelsveksten nesten forsvant i 2019. Trusler og usikkerhet om videre, framtidig eskalering har påvirket investeringsviljen. Trumps politikk representerer ikke lenger bare en risiko for fremtidig verdenshandel i form av økt internasjonal proteksjonisme, men politikken har alt fått utslag i realiserte handelstall.

Med koronakrisen, har IMF kraftig endret sine **forventninger til økonomisk vekst i 2020**. Veksten i 2019 ble 2,9 %, omtrent som forventet i IMF sine estimater på høsten i fjor. Forventningen for 2020 er derimot redusert fra 3,4 % til -3,0 %. Med håp om at smitteverntiltakene kan lettes, estimerer IMF likevel at noe av dette hentes inn igjen i 2021 med forventet vekst på 5,8 %.

FIGUR 3
Forventet økonomisk vekst falt i 2019



Kilde: IMF



Kilde: OECD



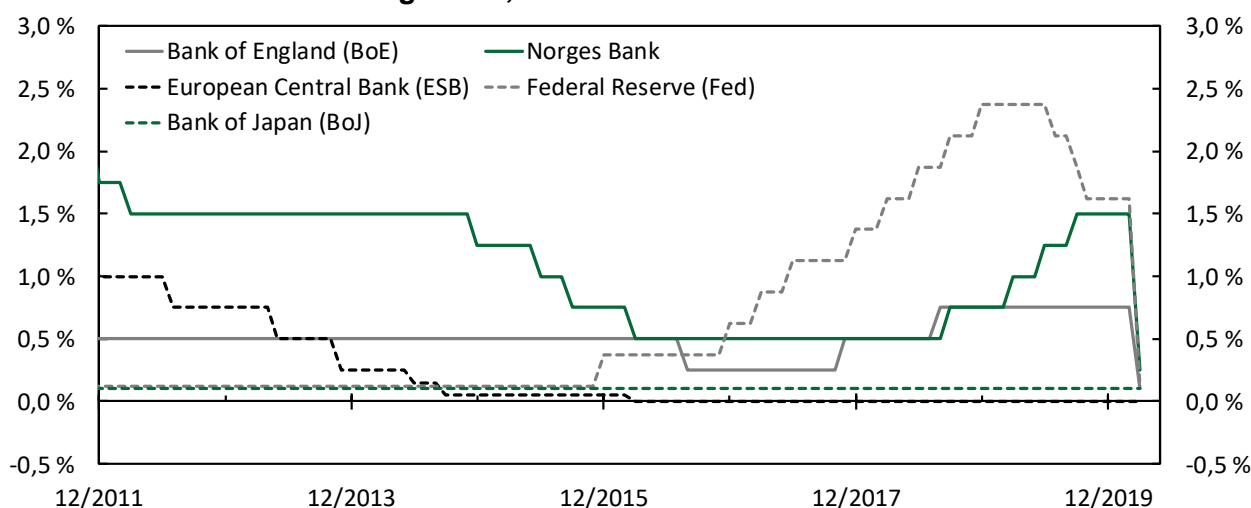
Smitteverntiltakene har også kraftig påvirket etterspørselen etter **olje**. Det internasjonale energibyrået anser at etterspørselen i april var over 25 % lavere enn i 2019. Etterspørselen estimeres å ta seg opp, men vil likevel være lavere for 2020 under ett, målt mot fjoråret. Energisektoren har gitt svakest sektoravkastning hittil i år.

Det er ikke bare den fundamentale, økonomiske utviklingen som betyr noe for markedene. Det gjør også **penge- og finanspolitikk**. I årsrapporten for 2018 vektla vi hvordan den ekstraordinært ekspansive pengepolitikken var over. Ved inngangen til 2019 var styringsrenten i den amerikanske sentralbanken nesten på samme nivå som sentralbankens forventninger til hvor styringsrenten skal ligge på lang sikt.

På bakgrunn av svakere makroøkonomisk utvikling snudde den amerikanske sentralbanken (Fed) ved inngangen til 2019, og styringsrenten ble igjen redusert til et mer ekspansivt nivå. I **Figur 5** er dette illustrert ved at den grå, stiplede linjen er på sin høyde ved inngangen til 2019, men reduseres gjennom året. I tillegg fornyet også andre sentralbanker sin ekspansive pengepolitikk. Sjefsøkonom i Deutsche Securities rapporterer at det høsten 2019 var til sammen over 25 rentekutt i sentralbanker i OECD.

FIGUR 5

Sentralbankrenter steg i 2019, men ble satt ned mot null i koronakrisen



Kilde: Bloomberg

I tillegg har flere av de store sentralbankene gjenopptatt de kvantitative lettelsene. Den europeiske sentralbanken (ECB) fortsetter med reinvestering av forfalte obligasjoner og gjenopptok høsten 2019 aktivakjøp med EUR 20 mrd. i måneden. Den japanske sentralbanken (BoJ) fortsetter som de hele tiden har gjort, med nødvendige kjøp for å holde 10-årige japanske statsrenter nær 0 %.

Den ekspansive pengepolitikken var forventet å medvirke til det oppsvinget som var forventet, først høsten 2019, så i 2020. På den måten var den en viktig faktor i den gode avkastningen i 2019.

Ved finanskrisen var det hovedsakelig pengepolitiske virkemidler som ble satt inn for å hjelpe. I den pågående krisen har pengepolitiske virkemidler blitt supplert med sterke finanspolitiske tiltak. I mange land er det **historisk store hjelpetiltak** over statsbudsjettene som skal dempe de sterkeste virkningene av smitteverntiltakene, samtidig som sentralbankene legger til rette for at lånekostnad skal bli lavere og finansielle rammebetingelser skal være fordelaktige.

I de første månedene av 2020 kan viktige tiltak oppsummeres slik:

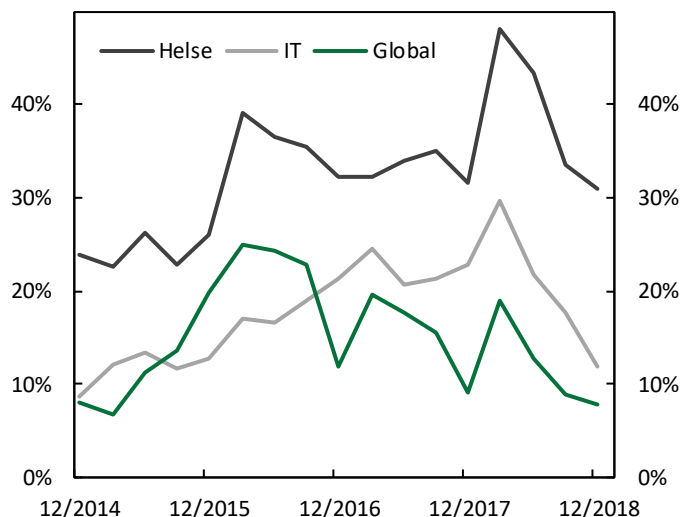
- 1) Den amerikanske og britiske sentralbanken har satt styringsrenten ned mot null. Det samme har Norges Bank gjort. ECB og BoJ hadde alt rentenivå rundt null.



- 2) Fed og ECB har i tillegg startet nye, kraftige verdipapirkjøp for å hjelpe økonomien. De kommenterer begge at de gjør dette med de beløp som trengs.
- 3) Fed har etablert lettere tilgang til USD for verdens sentralbanker, herunder en tilgang for Norges Bank som er større enn den som gjaldt under finanskrisen.
- 4) I USA ble loven The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act signert 27. mars. Den har en ramme på over USD 2000 mrd. Loven skal dempe den negative effekten for både familier, arbeidsplasser, små bedrifter og lokale myndigheter.
- 5) Tyskland kunngjorde i mars lånerammer til tysk næringsliv, med base i statsgarantier på EUR 460 mrd. Det sentrale budskapet er at den tyske stat har nok penger til å håndtere krisen og at alle nødvendige grep vil tas.
- 6) Stortinget vedtok i mars en rekke revideringer av budsjettet. Statens obligasjonsfond ble gjenopprettet for å styrke tilgangen på kreditt for norske selskaper, med en ramme på NOK 50 mrd. Tilsvarende beløp ble satt av til garantiordningen for små og mellomstore bedrifter.

FIGUR A

**Positive, men lavere forventninger til
Inntjeningsvekst neste 3 år**



Kilde: Bloomberg

Kort oppsummert var 2019 et år med god aksjeavkastning, på tross av at inntjeningsveksten generelt ble svekket. Forventningene til underliggende økonomisk vekst ble også svekket, men forventninger om styrket vekst i 2020 løftet markedene. Sentralbanklikviditet ble styrket med ekspansiv pengepolitikk og bidro også til aksjemarkedenes gode avkastning.

Den første delen av 2020 har blitt preget av den pågående koronakrisen. Svekket NOK har denne gangen dempet markedsfallet for investorer som ikke har valutasikret de internasjonale investeringene sine. Historisk sterke penge- og finanspolitiske tiltak søker å dempe virkningene av smitteverntiltakene. IMF ser nå fram mot 2021 som året da økonomisk vekst igjen skal ta seg opp.

F. Forvaltningskostnader

Kostnader forbundet med forvaltning av stiftelsens portefølje består av flere elementer: driftskostnader i stiftelsen, honorar til Industrifinans Kapitalforvaltning, Formuesforvaltning og honorarer til underliggende forvaltere. Det er Investeringsutvalgets vurdering at forvaltningstjenestene kjøpes til konkurransedyktige priser



STIFTELSEN
SCHEIBLER

Eyvind H. Solbu
Industrifinans Kapitalforvaltning AS