

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev for pensjonskasser

Oktober 2022

Rebalansering av porteføljer (side 1-3)

Diversifisering og rebalansering er to av de mest universalt brukte rådene i finans. Mange tenker på rebalansering som utelukkende positivt. Dersom investorer ikke er bevisst de langsiktige effektene, er det imidlertid mye å tape.

Divergerende ESG-rater (side 4)

Et stadig økende fokus på ESG gir behov for presise ESG-data og en robust metodikk for å måle ESG-risikoen. Over de senere år har dette ført til utvikling av et nytt forretnings-område for systemleverandører av «ESG risk ratings».

Oppdatering aktuelle Pareto-fond (side 5)

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.

Velkommen til
fagseminar

24. november kl 14.00

[Se program](#)
[og meld deg på her](#)

Rebalansering av porteføljer

Diversifisering og rebalansering er to av de mest universalt brukte rådene i finans. Diversifisering karakteriseres ofte – med godt belegg – som «en gratis lunch». Dette er ikke en beskrivelse vi kan bruke like entydig om rebalansering. Mange tenker på rebalansering som utelukkende positivt. Dersom investorer ikke er bevisst de langsiktige effektene, er det imidlertid mye å tape.

Empirisk bakgrunn: Rebalansering av aktiva med ulik langsiktig avkastning (renter-aksjer)

Den mest refererte artikkelen om rebalansering er William Bernsteins «the rebalancing bonus» fra 1996. I artikkelen beregner Bernstein en årlig rebalanserings-bonus på 0,49 % i en 50/50 rente/aksje-portefølje mellom 1926 og 1994. Over så mange år utgjør dette vesentlig forskjell.

Problemet er bare at det er metodefeil i beregningen. I artikkelen oppgir Bernstein årlig avkastning på 10,19 % for aksjer og 5,51 % for obligasjoner. En 50/50 portefølje som ble rebalansert årlig ga p.a. avkastning på 8,34 %. Så langt er alt riktig. Metodefeilen oppstår først når avkastningen sammenlignes med en ikke-replikerbar referanse.

Referanseavkastningen har Bernstein beregnet som følger: $0,5 * \text{aksjemarkedets årlige avkastning på } 10,19$

$\%$ pluss $0,5 * \text{årlig renteavkastning på } 5,51 \%$. Dette gir et vektet snitt på $7,85 \%$.

Hvorfor blir dette feil? La oss tenke på hva som skjer i praksis. Investor investerer 50 i aksjer og 50 i renter i 1926. Dersom investor deretter ikke gjør noe, dvs. buy-and-hold, vil aksjeinvesteringen vokse med $10,19 \%$ per år. Over en periode på 69 år blir aksjeandelen dermed langt større enn 50 %. Bernstein oppgir selv at en slik buy-and-hold-strategi ville gitt en avkastning på $9,17 \%$ p.a. og at aksjeandelen mot slutten ville passert 90 %.

Det andre klare alternativet for en 50/50 strategi er rebalansering som gir $8,34 \%$ avkastning. Ingen av disse to investerbare strategiene er i nærheten av å gi $7,85 \%$ avkastning. Altså blir det villedende å måle suksessen til rebalanseringsstrategien opp mot en slik alternativ avkastning.

(Referansen i Bernsteins regnestykke tilsvarer avkastningen fra en strategi der porteføljen rebalanseres fortløpende, fra dag til dag. Altså en strategi der aksjeandelen ikke tillates å drifte bort fra 50 % på noe tidspunkt. Den differansen han måler er derfor en strategi som rebalanseres årlig mot en strategi som rebalanseres daglig. Her er strategien som kun rebalanseres årlig best, fordi aksjeandelen tillates å drifte høyere «intraår».)

Bernstein beregnet en årlig «rebalanserings-bonus» på 0,49 %. Dersom han heller hadde benyttet den mer naturlige sammenligningen mot en buy-and-hold-portefølje, ville han kommet frem til et årlig «rebalansering-stap» på 0,83 % (beregnet som 8,34 % vs 9,17 %).

Over så lang tid gir et slikt strategivalg nesten ufattelige utslag. La oss eksemplifisere med en initial investering på 100 mill. En rebalansert portefølje med 8,34 % p.a. ville over 69 år ha steget til 25 mrd. En nesten utrolig verdøkning for en initial investering på 100 mill., men det blekner i forhold til utviklingen for buy-and-hold-porteføljen: Med 9,17 % p.a. ville verdien økt til 42,5 mrd. En ekstra årlig avkastning på 0,83 %-poeng ville gitt nesten 17,5 mrd. ekstra porteføljeverdi. Nær en dobling i forhold til de 25 mrd. porteføljen med rebalansering ga som slutresultat! Dette illustrerer den (potensielt) betydelige langsiktige kostnaden ved å rebalansere.

Vi bruker dette til å utforme en slags «delregel» for rebalanseringsstrategier:

Delregel 1: Rebalansering mellom aktiva med markant ulik langsiktig avkastning bidrar til å opprettholde porteføljerisikoen, men over tid vil det sannsynligvis komme med en kostnad i form av tapt avkastning.

Siden rebalansering praktiseres av flere store profesjonelle institusjoner, blir det fort slik at andre investorer kopierer samme praksis. Imidlertid kan andre strategivalg gjerne være mer rasjonelle, gitt investors utgangspunkt. Det er vanlig å dele inn slike strategivalg i tre grupper, fra mest konservativt til mest aggressivt: (1) Rebalansering, (2) Buy-and-hold, og (3) Dynamisk risikostyring. Den tredje strategien går ut på å gjøre det motsatte av rebalansering, å kjøpe mer aksjer i takt med markedsoppgang, og motsatt. For å illustrere hvordan ulike strategier kan egne seg for ulike investorer, tar vi med et eksempel på en investor som er best tjent med en slik mer aggressiv dynamisk risikostyring:

Vi tenker oss følgende: En investor skal investere 100 i aksjer/renter. Målet er høyest mulig avkastning ved å maksimere aksjeandelen, men porteføljeverdien bør ikke falle under 75. Videre antas maksimal nedgang i aksjeporteføljen på 50 %, mens renteinvesteringene hverken antas å gi avkastning eller nedsiderisiko. Gitt disse parametrene kan investor initialt plassere inntil 50 i aksjer. Etter en periode har verdien av aksjene doblet seg. Med en buy-and-hold eksponering er det nå 100 i aksjer og 50 i renter, eller 2/3 aksjer. Siden investor fortsatt har 75 som et nedre gulv for portefølje-verdien, er det rom for å øke aksjeandelen helt opp til 100 %. Med 150 plassert i aksjer, vil en 50 % markedsnedgang gi en nedgang til 75. Slik sett er det på dette tidspunktet ikke større risiko for investor å holde 100 % aksjer enn det var å holde 50 % aksjer initialt.

For den generelle investor vil vi anta at en strategi som ligger et sted mellom rebalansering og buy-and-hold vil være mest dekkende for risikopreferansen. En større grad av rebalansering bidrar til å holde nede risikoen i

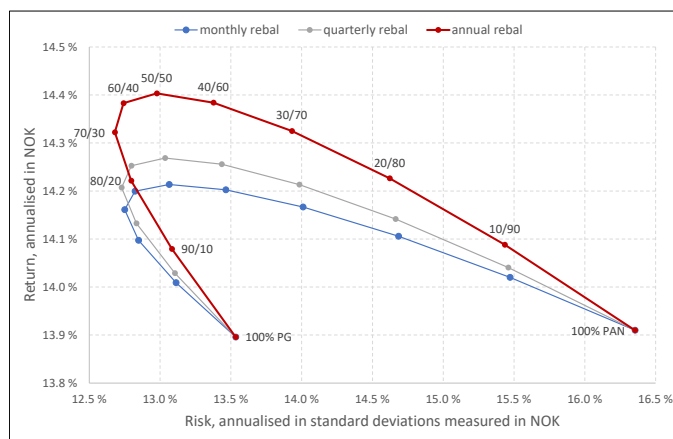
porteføljen. En større grad av buy-and-hold bidrar til å øke det langsiktige avkastningspotensialet.

Hva som er riktig strategi for en pensjonskasse kommer an på styrets vurdering av risikoevne og vilje. Regelverket med solvenskapitaldekning, der soliditeten øker i takt med god aksjeavkastning (og motsatt), taler imidlertid for at buy-and-hold, og i visse tilfeller dynamisk risikostyring, kan være hensiktsmessige strategivalg.

Rebalansering av aktiva med relativt lik avkastningsforventning

Forrige måned diskuterte vi en enkel portefølje bestående av norske og globale aksjer. I dette tilfellet, hvor Paretos norske og globale aksjefond ga lik avkastning over en periode på over 14 år, var det en markant positiv effekt fra rebalansering.

Grafen fra forrige måned gjentas nedenfor. I tillegg til en linje for årlig rebalansering tar vi denne gangen også med tall for månedlig og kvartalsvis rebalansering.



For den aktuelle perioden (31.12.08-31.03.22) var det bedre å rebalansere på årlig basis enn månedlig eller kvartalsvis. Hvilken rebalanseringsstrategi som lønner seg vil variere ut fra avkastningsmønsteret, men som en generell indikasjon er det mye som taler for ikke å rebalansere for hyppig.

Empiriske undersøkelser taler for at finansielle aktiva gjerne utvikler seg i trender på 3-12 måneder - og gjerne lengre. Dersom oljeprisen begynner å stige og norske aksjer gir bedre avkastning enn globale, er det kanskje ikke så lurt å rebalansere med en gang. Slike trender har en tendens å vedvare en stund. Da lønner det seg ikke å hoppe av for tidlig.

En studie av Ilmanen & Maloney (2015) fra finansfirma AQR indikerte at en egnet rebalanseringshorisont mellom renter og aksjer lå på 1-2 år. Tilsvarende kan en noe tregere form for rebalansering lønne seg internt i en aktivklasse, slik vi har vist for norske og globale aksjer.

Et alternativ til periodisk rebalansering av en portefølje er å rebalansere ut fra terskelverdier. For eksempel kan en 50/50 portefølje tillates å drifte +/- 3 % før det re-

balanseres. Er dette bedre enn å bruke faste periodeintervaller? Studiet til Ilmanen & Maloney (2015) tyder ikke på det. De testet tre ulike triggerbaserte strategier og fant at periodisk rebalansering med intervaller på 1-2 år gjorde det bedre. Årsaken til dette kunne være at markedstrendene gjerne er sterke når terskelverdier brytes. Det er ikke lønnsomt å rebalansere dersom en trend fortsetter lenge etter at terskelverdier er brutt.

Uansett hvilken rebalanseringsstrategi som benyttes, vil vi ut fra ovennevnte indikere en ytterligere «delregel» for rebalansering:

Delregel 2: *Rebalansering mellom aktiva med relativt lik langsiktig avkastning kan bidra til både å øke avkastningen og redusere risikoen – og kan i større grad falle inn under beskrivelsen «en gratis lunch».*

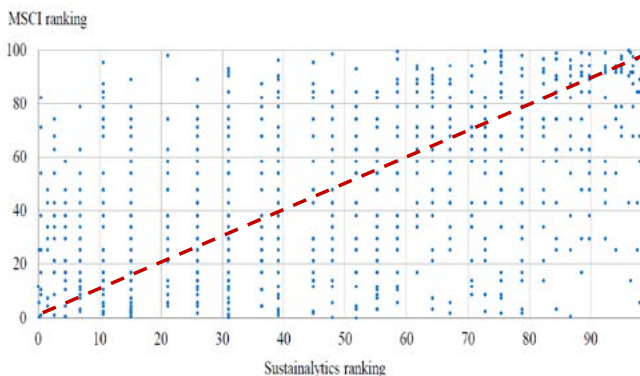
Til slutt vil vi nevne et forhold vi ikke har godt empirisk grunnlag for å påstå, men som vi likevel finner det verdt å legge noe vekt på: Typiske mønstre i finansmarkedene kan tale for ulike rebalanseringshorisonter, ut fra hvor i syklusene en står. Det er gjerne slik at aksjemarkedene historisk har hatt lengre oppgangsperioder på 5-10 år, mens nedgangsperiodene har vært kortere på 1-2 år. Muligens taler dette for ulike optimale rebalanseringsfrekvenser under aksjemarkedsnedgang og oppgang. Kanskje mer i form av periodisk rebalansering i nedgangsperioder og buy-and-hold i lengre intervaller i oppgangsmarkeder (?).

Divergerende ESG-rateringer

Et stadig økende fokus på ESG gir behov for presise ESG-data og en robust metodikk for å måle ESG-risikoen. Over de senere år har dette ført til utvikling av et nytt forretnings-område for systemleverandører av «ESG risk ratings».

I februar i år utlyste det europeiske finanstilsynet ESMA en «call for evidence» over slike rateringer. Når ESMA rapporterte på resultatet av denne undersøkelsen i slutten av juni, var det bl.a. snakk om 59 ulike byråer som opererte i det europeiske markedet. I konklusjonen snakker ESMA om en voksende, men umoden bransje. Det identifiseres behov for å introdusere regulatoriske sikkerhetstiltak for å sikre standarden til ESG rating produkter. Så lenge dette ikke er på plass, bør investorer være tilbakeholdne med å trekke alt for klare konklusjoner basert på ESG-rateringer.

Grafen under, fra artikkelen «Divergent ESG Ratings», illustrerer problemet. Her undersøkte artikkelforfatterne ESG-rateringen de to største ESG-rateringsbyråene (MSCI og Sustainalytics) hadde gitt 878 amerikanske selskaper på tidspunktet for analysen.



Dersom MSCI og Sustainalytics hadde hatt lik vurdering av ESG-risikoen i et enkelt selskap, eksempelvis en score på 20 fra begge, ville hvert punkt i diagrammet vært langs den røde 45 graders linjen i grafen. Det at de 878 selskapene i diagrammet er spredt med punkter helt vilkårlig utenfor 45 graders linjen tilsier at ratingpraksisen er vidt forskjellig. Selv de to største byråene, som jobber intensivt med ESG-vurderinger, kommer frem til vidt forskjellige konklusjoner over ESG-risikoen til enkelt-selskaper. Dermed bør investorer ikke lene seg for mye på utfallet av enkeltstående rateringer, men heller benytte datapunkter ratingbyråene samler inn som grunnlag for egne analyser og vurderinger.

Når vi begynner å dykke litt ned i hvilke kriterier som legges til grunn for selskapers ESG-rateringer, blir det klart hvordan de ulike ratingene kan bli så divergerende. I desember 2021 trykket Bloomberg Businessweek en artikkel som var nokså kritisk til rating-prosessene til det største byrået. «MSCI, det største ESG rating byrået,

prøver ikke engang å måle selskapenes innvirkning på verden. Alt dreier seg om verden kan komme til å forstyrre selskapets fremtidige inntjening», står det i ingresen.

Et av selskapseksempelene som trekkes frem i artikkelen er McDonalds Corp. Dette selskapet, som er en av verdens største innkjøpere av kjøtt, hadde i 2019 alene større klimagassutslipp enn hele Portugal eller hele Ungarn. Utslippet på 54 millioner tonn utgjorde en økning på 7 % over de siste fire år. Likevel ga MSCI selskapet en oppgradert ESG-rating. Hvordan kunne det ha seg? Jo, fordi MSCI sin analyse konkluderte med at klimaforandringer hverken utgjorde noen risiko eller mulighet for selskapets bunnlinje.

Tankesettet er helt snudd på hodet i forhold til hvordan folk flest tenker. De fleste vil vel vurdere det som høyere ESG-risiko dersom selskapets virksomhet truer miljøet. Dette er ikke tilnærmingen MSCI tar. Der er det fokus på hvilken risiko nye miljøkrav kan utgjøre for selskapets fremtidige inntjening.

Ut fra ovennevnte er det vår konklusjon at ESG-rateringer enn så lenge ikke kan anses som tilstrekkelig for å belyse investors ESG-risiko. Uten at det ligger tydelige og samfunnsmessig aksepterte standarder til grunn for slike rateringer, anser vi det nødvendig å benytte egenproduserte fundamentale analyser for å inkorporere ESG i forvaltningen.

En problemstilling det også er verdt å merke seg er hvordan ulike investeringsprodukter bygges basert på ESG-rateringer. I Bloomberg artikkelen brukes Blackrocks ESG Aware Indeks fond som eksempel. Ifølge artikkelen tracker dette fondet S&P 500 indeksen med to klare unntak: For det første har ESG-fondet en bærekraftsprofil bygget på MSCI sin ESG-rating. For det andre er fondet bemerkelsesverdig nok tyngre vektet i 12 energiaksjer enn den underliggende S&P indeksen. Det var også slik at ESG-fondet, som hadde vokst med 1 mrd. USD i måneden til USD 24,8 mrd., hadde fem ganger høyere forvaltningshonorar enn det sammenlignbare indeksfondet. Finansbransjen er god til å skape nye produkter på slike tema. Ikke alle er like dekkende for investors reelle behov.

Månedsutvikling

Fire institusjonelle fond

Absolutte avkastningstall pr. 30.09.2022

(Annualisert for perioder > 1 år)	Absolutt avkastning				Absolutt risiko		
	1 mnd.	Hiå.	5 år	Fra oppstart	St.avvik 5 år	St.avvik oppstart	Oppstart dato
Pareto Nordic Corporate Bond I *	-1.61 %	-3.1 %	3.1 %	3.7 %	8.8 %	7.8 %	20.11.2015
Pareto ESG Global Corporate Bond I **	-3.90 %	-10.7 %	-0.6 %	1.2 %	7.4 %	6.3 %	23.03.2015
Pareto Aksje Norge I	-13.54 %	-10.9 %	6.8 %	11.7 %	19.4 %	19.3 %	06.09.2001
Pareto Global I	-0.80 %	-8.2 %	10.0 %	10.4 %	13.7 %	14.3 %	31.12.2007

* B-klassen for historikk fra oppstart. ** D-klassen for historikk siste 5 år og fra oppstart

Relative avkastningstall pr. 30.09.2022

(Annualisert for perioder > 1 år)	Relativ avkastning				Relativ risiko		
	1 mnd.	Hiå.	5 år	Fra oppstart	TE 5 år	TE oppstart	Indeks
Pareto Aksje Norge I	-0.9 %	4.2 %	0.8 %	3.1 %	6.3 %	8.8 %	OSEFX
Pareto Global I	-0.2 %	-0.2 %	-2.1 %	0.5 %	5.7 %	6.1 %	NDDUWI

TE = Tracking Error. OSEFX = Oslo Børs Fondsindeks. NDDUWI = MSCI World Index (ikke valutasikret)

Fondskommentarer og nøkkelinformasjon

Pareto Nordic Corporate Bond – Konservativ nordisk high yield med kort rente- og kredittvarighet (SFDR art. 8)

- [Siste månedsrapport \(andelsklasse I\)](#)
- [Nøkkelinformasjon](#)
- [SFDR fondserklæring](#)

Pareto ESG Global Corporate Bond – En pionér innen globale ESG high yield obligasjoner (SFDR art. 9)

- [Siste månedsrapport \(andelsklasse I\)](#)
- [Nøkkelinformasjon](#)
- [SFDR fondserklæring](#)

Pareto Aksje Norge - Verdiinvestor i næringer der Norge har konkurransefortrinn (SFDR art. 8)

- [Siste månedsrapport \(andelsklasse I\)](#)
- [Nøkkelinformasjon](#)
- [SFDR fondserklæring](#)

Pareto Global - Verdiinvestor i globale høykvalitetsselskaper med ledende ESG-profil (SFDR art. 8)

- [Siste månedsrapport \(andelsklasse I\)](#)
- [Nøkkelinformasjon](#)
- [SFDR fondserklæring](#)

Pensjonskaseteamet

Cato Edvardsen & Alex Madsen



Cato Edvardsen

+47 901 52 215

cato.edvardsen@paretaoam.com

Cato Edvardsen har over 24 års erfaring fra norske finansinstitusjoner, med bakgrunn som investeringssjef, porteføljeforvalter og investeringsrådgiver. Han har solid internasjonal erfaring, etter bl.a. seks års utenlandsopphold i Skottland, Tyskland, Brasil og Belgia.

Fra 2014 til 2021 jobbet Cato som investeringssjef i Trondheim kommunale pensjonskasse. Han har også lang erfaring som investeringsrådgiver for institusjonelle kunder for Avanse Forvaltning, DNB Kapitalforvaltning og Pareto Asset Management.

Cato er utdannet siviløkonom fra University of Edinburgh i tillegg til en MBA i finans ved fra Norges Handelshøyskole og Norske Finansanalytikers Forening. Cato er autorisert finansanalytiker/AFA.



Alex Madsen

+47 932 08 107

alex.madsen@paretaoam.com

Alex Madsen har jobbet med kunderådgivning og forretningsutvikling i over 15 år og har jobbet i Pareto Asset Management siden 2012.

Tidligere har han jobbet for First Securities/Swedbank, også der som rådgiver for fond og plasseringer. I tillegg til å jobbe med pensjonskasser jobber han også med forsikringsselskaper, kommuner og familiekontorer.

For kommunene har han fagansvar for gjeldsforvaltning og har lang erfaring med utvikling av finansstrategier og reglementer.

Alex holder en master i finans fra Norges Handelshøyskole og er utdannet autorisert finansanalytiker/AFA fra NHH og Norske Finansanalytikers forening.

Disclaimer

Viktig informasjon

- Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets/porteføljens risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.
- Eventuelle tegnings- og innløsningshonorarer er ikke tatt høyde for i den historiske avkastningen vist for våre fond, honorarene vil kunne påvirke avkastningen negativt.
- Med mindre annet er oppgitt har eksemplene ikke hensyntatt eventuell skatt som vil kunne påhvile produktet og/eller kunden. Den skattemessige virkningen avhenger av den enkelte kundens individuelle situasjon og kan komme til å endre seg.
- Forventninger om fremtidig avkastning kan ikke anvendes som en pålitelig indikator for fremtidig avkastning. Slike forventninger har ikke hensyntatt effekten av inflasjon og skatt, som vil slå negativt ut i reelle termer.
- Dette er markedsføring. Dette er ikke et kontraktsmessig bindende dokument. Vennligst se fondets prospekt og ikke baser investeringsbeslutningen kun på informasjonen i dette dokumentet.
- Fondenes nøkkelinformasjon, fullstendig prospekt og års- og halvårsrapporter er tilgjengelig på www.paretoam.com/fondsrapporter.
- Pareto Asset Management AS søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne presentasjonen er korrekt, men tar forbehold om eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i presentasjonen reflekterer Pareto Asset Management sitt syn på et gitt tidspunkt, og dette kan bli endret uten varsel. Denne presentasjonen skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. Pareto Asset Management påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av denne presentasjonen.
- Kilden er Pareto Asset Management AS med mindre annet er oppgitt.

Pareto Asset Management AS

Dronning Mauds gate 3
0250 Oslo

Postbox 1810, Vika
NO-0123 Oslo

t: +47 22 87 87 00
e: post@paretoam.com

www.paretoam.com

