

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev for pensjonskasser

November 2022

Valutasikring av aksjeporteføljen? (side 2-4)

Denne måneden ser vi på valutasikring av aksjeporteføljen. Hvordan slår langsiktige valutabevegelser ut på avkastningen til en ikke-sikret og en sikret global aksjeinvestering?

EET: the European ESG template (side 4)

Hvordan kan det i praksis sikres enhetlig og pålitelig kommunikasjon av ESG-relatert produktinformasjon gjennom hele verdikjeden? Lær mer om den europeiske ESG-malen EET, som skal standardisere kommunikasjon av ESG-relatert produktinformasjon til slutt kunder.

Oppdatering aktuelle Pareto-fond (side 5)

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.

Velkommen til fagseminar i Oslo 24. november

Pareto Asset Management ønsker velkommen til det første av en rekke halvårlige forvaltermøter eksklusivt for norske pensjonskasser. Vi inviterer til seminar i våre lokaler med mulighet for deltakelse via MS Teams for de som ikke kan delta fysisk. Det legges opp til faglige temaer som gir deg mulighet til å bli bedre kjent med forvalterne og det inviteres til en interaktiv dialog.

Program

- | | |
|-------|---|
| 14.00 | Utsikter i energimarkedene, bl.a. i lys av krigen
Nadia Martin Wiggen, oljeanalytiker Pareto Securities |
| 14.30 | Pareto Aksje Norge. Vår forvaltning og betydning av energisituasjonen
Porteføljeforvaltere Einar Løvoll og Besim Zekiri |
| 15.15 | Håndtering av ESG i Pareto Asset Management
Jurist og compliance officer Rikke Løvstad Phillips |
| 15.30 | NORSIFs guide til ESG-integrering i fundamental aksjeanalyse
Styremedlem i NORSIF og sjeføkonom i PAM Finn Øystein Bergh |
| 16.00 | Pareto Global. Vår forvaltning og hvordan vi jobber med ESG
Porteføljeforvaltere Andreas Sørbye og Andreas Kamvissis |
| 16.30 | Fingermat og vin (Paretos lokaler) |
| 17.45 | Avreise for omvisning på Munchmuseet |
| 20.00 | Middag på restaurant Rivoli |

24. november kl 14.00

Dronning Mauds gt 3, Oslo

PÅMELDING

Påmeldingsfrist: 10. nov

[Last ned invitasjon i pdf](#)

Månedens finansielle tema

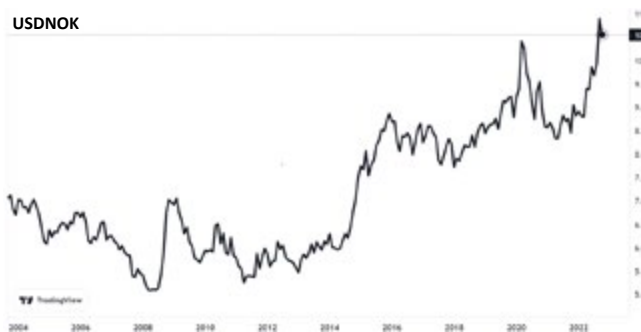
Valutasikring av aksjeporteføljen?

Den 17. oktober hadde amerikanske aksjer, målt ved aksjeindeksen S&P 500, en nedgang på 23 % hittil i år. På samme tidspunkt hadde dollaren styrket seg med 20 % for året mot norske kroner. For en norsk investor som ikke har valutasikret investeringen, har nedgangen i amerikanske aksjer dermed ikke vært så stor. I sum utgjør disse to faktorene «kun» en nedgang på 7,6 %.

Dersom valutakursen hadde gått motsatt vei, ville tapet for en norsk ikke-sikret investor blitt større enn 23 %. Anta et like stort valutautslag i motsatt retning. Da ville tapet på amerikanske aksjer hittil i år vært ca. 36 %. Valutasikring kan utgjøre en markant forskjell. I det følgende vil vi derfor gå gjennom en del momenter vi finner relevante i vurderingen av valutasikringspolicy.

For en global aksjeinvestering er det mye samme problemstilling. Amerikanske aksjer utgjør omkring 2/3 av verdensindeksen, og egenskapene til den amerikanske valutaen er spesielle. Eksponeringen mot andre land og valutaer er mer marginal, med bl.a. om lag 15 % euro, 6 % yen, 4 % pund og 3 % sveitsiske franc. Målt mot NOK har vi følgende endring i år for disse valutaene (pr. 17. okt.): euro + 3,5 %, yen -7 %, pund + 1 %, sveitsiske franc + 9,5 %. Den langt største valutaeffekten kommer altså fra dollar.

Litt senere skal vi studere forskjellene på en ikke-sikret og en valutasikret global eksponering i indeksfond, hvor fondet har historikk fra 2005. Som et bakteppe til dette er det greit å ha for seg valutakursutviklingen i denne perioden. I grafen nedenfor representert ved dollarkursen:

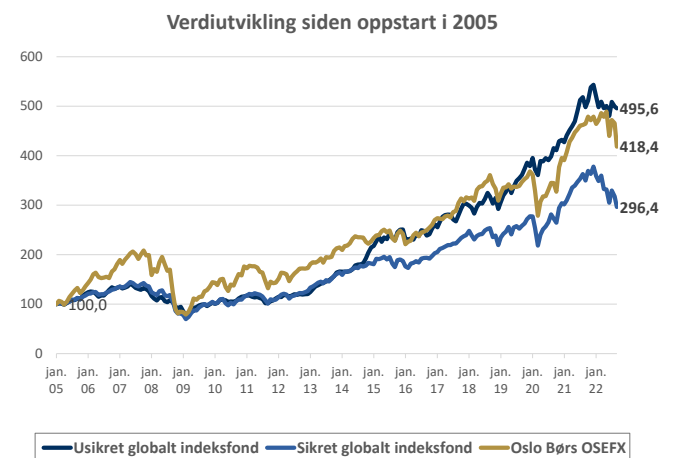


Mellom februar 2005 og tredje kvartal 2022 styrket dollaren seg med nesten 70 % mot norske kroner (fra 6,36 til 10,62). Over samme periode har euro styrket seg med ca. 25 %, yen med ca. 15 %, pundet har vært uendret og sveitserfranc har styrket seg med hele 100 %.

Vektet har den globale valutakurven styrket seg med 55 % mot norske kroner, målt ved valutakurven i dagens globale aksjeindeks. Imidlertid endrer denne valutakurven seg over tid. Justert for det anslår vi at den globale valutakurven har styrket seg med ca. 50 % over perioden.

Hvordan slår denne langsiktige valutabevegelsen ut på avkastningen til en ikke-sikret og en sikret global aksjeinvestering?

Grafen nedenfor viser et «real-life» eksempel. Her viser vi utviklingen for et norskregistrert globalt indeksfond, som opererer både med andelsklasser som er valutasikret og ikke-sikret. Altså er det samme underliggende aksjeinnehav. Bare valutasikringen er forskjellig. Fondet har historikk fra februar 2005, og vi har med hele serien i diagrammet, med sluttkurs dagen vi tok ut dataseriene den 27.09.22. Vi har også tatt med utviklingen for Oslo Børs (OSEFX) for å studere porteføljeegenskapene til hhv. sikrede / ikke-sikrede globale aksjer opp mot norske aksjer.



Akkumulert avkastning for usikret andelsklasse (mørk blå) var 396 % (9,5 % p.a.). Akkumulert avkastning for valutasikret andelsklasse (lys blå) var 196 % (6,3 % p.a.). En investor som ikke har valutasikret den globale aksjeindeksen har «klemt ut» 200 prosentpoeng ekstra; over dobbelt så høy avkastning. Merk at forskjellen på 200 prosentpoeng oppstår etter en styrking av valutakurven på omkring 50 %. Altså er det en form for rentes-rente effekt i spill, som gjør at avkastningsutslagene blir vesentlig større enn selve valutabevegelsen. Dette bare forsterker betydningen valuta i kapitalforvaltningen.

Vurdering av fremtidig valutasikringsgrad

Det er spesielt fire faktorer vi ville lagt vekt på i vurderingen av valutasikringsgrad for en norsk pensjonskasse. Listet fra minst viktig til mer utslagsgivende:

- 1) Kapitalkostnad sikret vs. ikke-sikret
- 2) Kostnader forbundet med valutasikring
- 3) Diversifiseringsegenskaper
- 4) Fremtidige valutakursbevegelser

Nedenfor følger en kommentar over hver av disse faktorene.

1) Kapitalkostnad for en pensjonskasse

I solvenskapitalregime er det et kapitalkrav for åpen valutarisiko på 25 %. Imidlertid er det diversifiseringseffekter for valuta i modellen pensjonskassene benytter,

som medfører at en god del av kapitalkostnaden for åpen valutarisiko blir diversifisert bort. Forskjeller i kapitalkostnader taler isolert sett for å valutasikre, men diversifiseringseffekten gjør at denne faktoren kanskje ikke skal vektlegges for mye.

2) Kostnader ved valutasikring

Det er både direkte og indirekte kostnader forbundet med valutasikring. Begge deler er variable, men vi prøver her å gi en indikasjon på hva som kan forventes. Holdt opp mot et typisk forvaltningshonorar for indeksfond på omkring 0,1 % p.a., vil vi se at valutasikringskostnadene kan være betydelige.

De direkte kostnadene består av (i) meglerhonorar ved spot/terminhandel, (ii) behov for høyere kontantbeholdning i fondet som sikkerhetsstillelse mot valutaterminene, (iii) utsatt skatt, og (iv) høyere forvaltningshonorar for valutasikret fond. I en masteravhandling ved NHH våren 2019 ble den samlede direkte sikringskostnaden beregnet til 0,5 % p.a. for et spesifikt norsk valutasikret indeksfond (mellom 2014-2019). Nivået på kostnaden vil variere noe fra år til år. Eksempelvis ble kostnaden for å holde en høyere kontantandel i beregningen ovenfor anslått til 0,2 % p.a., basert på forskjeller i avkastning mellom aksjer og renter i perioden. Et annet variabelt element er justeringen i valutaterminene for rentedifferanser mellom norske kroner og andre valuta.

De indirekte valutasikringskostnadene kommer på toppen av dette, men er enda vanskeligere å kvantifisere. Det viktigste elementet her er at valutasikringsgraden ikke vil være konstant. Det er det krevende, for ikke å si umulig, å oppnå en perfekt valutasikring for en blanding av utenlandske aktiva og svingende kontantstrømmer. På et spesifikt tidspunkt inngås en valutasikring ut fra underliggende verdi i fondet. Dersom underliggende verdi i fondet stiger eller synker, må valutasikringen tilpasses i etterkant. Det blir et etterslep for valutasikringen. Dessverre slår dette etterslepet gjerne negativt ut både når underliggende verdi stiger og synker, da norske kroner gjerne svekkes seg ved markedsturbulens, og styrker seg når aksjemarkedene stiger.

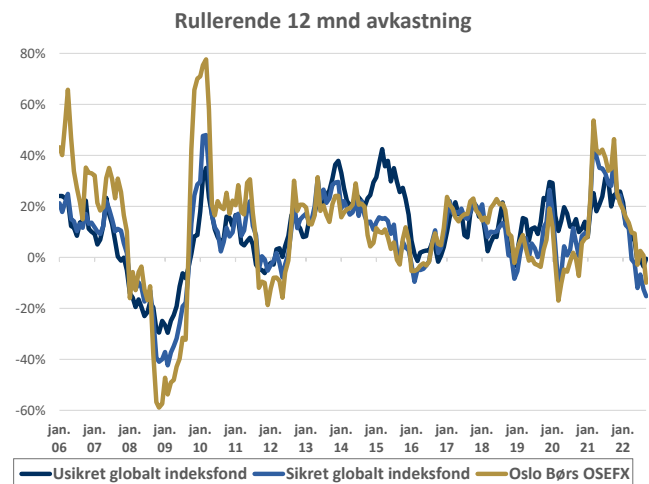
Ved store markedsbevegelser kan dette etterslepet påføre investor uforutsette kostnader, som vi blant annet erfarte i mars 2020 i forbindelse med korona. Det globale aksjemarkedet i lokal valuta falt i løpet av kort tid med om lag 30 %. Samtidig økte dollarkursen med 22 prosent på drøye to uker. Fra 23. mars snudde markedet helt. Aksjemarkedene steg og norske kroner styrket seg. Et indeksfond som har dekomponert effektene av dette, viser til en negativ 'rebalanseringseffekt' på mer enn 4 % bare i 2020. Glattet ut over 6,5 år fra 2016 var den negative rebalanseringseffekten ca. 0,9 % p.a. Dersom vi fjerner ekstremutslaget i 2020 ga rebalanseringseffekten negativt bidrag på ca. 0,3 % p.a.

I sum er det snakk om direkte og indirekte valutasikringskostnader i størrelsesorden 0,8 % til 1,4 % per år i perioden 2014-2021. Dette er en kraftig kostnadsulempe for

en valutasikret struktur, sammenlignet med et usikret fond.

3) Diversifiseringsegenskaper

I grafen nedenfor ser vi rullerende 12 mnd. avkastning for dataseriene ovenfor. Illustrert på denne måten får vi god innsikt i diversifiseringsegenskapene. Den sikrede globale aksjeindeksen (lys blå) samvarierer tett med Oslo Børs (gul). Det har vært bedre diversifisering i en usikret global aksjeinvestering (mørk blå). Usikrede globale aksjer har også gjort det bedre i perioder med markedsuro, fordi utenlandske valutaer typisk styrker seg mot NOK i slike perioder. Porteføljeegenskaper taler derfor for å ikke valutasikre globale aksjer.



Det er ikke tilfeldig at en sikret global aksjeportefølje korrelerer mer med norske aksjer. Gjennom valutasikringen fjernes valutakomponenten i den globale porteføljen, og vi står igjen med to mer rene aksjeinvesteringer. Da blir det logisk nok høyere samvariasjon.

Men det er ikke alt. En ting er at valuta-elementet ikke svinger i takt med aksjemarkedet. En annen sak, og viktigere, er det at korrelasjonen gjerne er negativ. Når globale aksjemarkeder faller, trekkes kapital ut av små valutaområder, som det norske. Da svekkes norske kroner, slik at verdien av utenlandske investeringer isolert sett øker for norske investorer.

4) Fremtidige valutakursbevegelser

Denne faktoren har antakelig størst betydning for hva som viser seg å bli den optimale valutastrategien, men siden dagens valutakurser reflekterer all kjent informasjon er det mest spekulasjon i hvilken retning valutakursene utvikler seg. Som vi beskrev innledningsvis, har dollaren styrket seg med ca. 70 % mot norske kroner siden 2005. Mange vil få et instinkt om at dette forholdet vil kunne reverseres over tid, og at det derfor nå er større grunn til å valutasikre. En slik konklusjon blir litt for enkel. Dagens valutakurs skal som sagt reflektere all kjent informasjon. Styrkingen vi har hatt i dollar er drevet av faktorer markedet nå er kjent med. Dersom faktorene som har drevet dollarkursen opp med høy sannsynlighet vil reversere, burde dagens dollarkurs i prinsipp ta høyde for det og falle til et lavere nivå allerede i dag.

Valutasikring - vår tilnærming

Pareto Asset Management har over alle år vært tilhengere av å ikke sikre de globale aksjeinvesteringene. Av samme grunn har vi hittil heller ikke satt opp en egen valutasikret andelsklasse for vårt globale aksjefond.

Så langt har dette vært en riktig strategi både hva angår avkastning og diversifisering. Ut fra ovennevnte gjennomgang er det fortsatt vår konklusjon at det er best å ikke valutasikre våre egne aksjeinvesteringer. Pareto og ansatte er i sum den største enkeltinvestoren i våre fond, og vi har ingen valutasikring av globale aksjer. Eksterne investorer vil kanskje ønske en mer diversifisert valutaeksponering, hvorpå vi har mulighet til å opprette valutasikrede andelsklasser. Eventuelt kan valutasikring ordnes gjennom vårt søsterselskap Pareto Securities. Dette vil eventuelt være for å dekke behovet til eksterne kunder, og ikke våre egne.

For å oppsummere:

(1) Det er etter diversifiseringseffekter ikke vesentlig for-

skjell på kapitalkostnaden på en ikke-sikret og en valutasikret global aksjeportefølje for en pensjonskasse.

(2) Kostnadene ved å valutasikre en global aksjeportefølje kan være relativt store. Erfaringene fra mars 2020 illustrerte dette i praksis, selv om utslaget var spesielt kraftig da.

(3) Usikrede globale aksjer har bedre diversifiseringsegenskaper.

(4) Dagens valutakurser priser inn all kjent informasjon, og kursene fremover har derfor like stor sannsynlighet for å gå opp som ned.

Oppsummert bør sikringsgraden rasjonelt sett bestemmes ut fra faktorene 1-3 ovenfor, og vi faller ned på at det fortsatt er «tryggest» (for våre egne investeringer) å ikke valutasikre globale aksjer.

Månedens ESG-tema

EET: the European ESG template

Det er et stadig økt regulatorisk fokus på finansielle produkters bærekraft. Da er det viktig at informasjon om de finansielle produktenes ESG-karakteristika kommuniseres på en enhetlig og pålitelig måte. Dette gjelder særlig for informasjonsflyten mellom fondsprodusent og fondsdistributør. Slik kan riktig og enhetlig informasjon om ESG-egenskaper formidles videre til sluttkunder. I tillegg er det fordelaktig om det er samme produktinformasjonen som gis på tvers av berørte aktører. På denne måten vil sluttkunder lettere kunne orientere seg og sammenligne de finansielle produktene i markedet.

Hvordan kan det i praksis sikres enhetlig og pålitelig kommunikasjon av ESG-relatert produktinformasjon gjennom hele verdikjeden? Svaret er å standardisere hvilken informasjon som skal oppgis, samt formatet informasjonen skal gis i. Da er det naturlig å innrette ESG-rapporteringen på tilsvarende måte som for finansielle data tilknyttet rapportering under MiFid.

Med sikte på å standardisere og lette utvekslingen av produktinformasjon fra produsent til distributør ble 'the European MiFID Template' («EMT») introdusert i 2018. Malen er et standardisert skjema som kan leses via maskindata, og er utviklet av FinDatEx. FinDatEx er et formelt samarbeid mellom European Fund and Asset Management Association, European Banking Federation, Insurance Europe m.fl.

Selv om det er frivillig å benytte EMT-formatet for utveksling av produktinformasjon, har dette mer eller mindre blitt en standard for de langt fleste aktører i Europa.

Med innføringen av EU Taksonomien og SFDR, samt nye bestemmelser i MiFid II om inkludering av kunders bærekraftspreferanser i egnethetsvurderinger og target market-fastsettelsen, kommer et behov for utveksling av ESG-data. For dette formålet har FinDatEx utviklet 'the European ESG Template' («EET»). EET-malen skal sikre utveksling av nødvendig ESG-data mellom fondsprodusent og fondsdistributør. Dette fører videre til standardisert kommunikasjon av ESG-relatert produktinformasjon til sluttkunder.

EET-malen består foreløpig av 620 datapunkter, som enten er obligatoriske, betingede, eller valgfrie. Det er å forvente at de fleste aktører vil fylle ut de obligatoriske feltene til å begynne med, mens malen vil fylles med andre datapunkter etter hvert som den obligatoriske delen er på plass. Ut fra dagens regulatoriske situasjon, er det nærliggende at malen vil bli gjenstand for fortløpende vurderinger.

På samme måte som EMT vil produserte EET-filer gjennomgås på årlig basis.

Pareto Asset Management har benyttet EMT-malen i sin utveksling av produktinformasjon til fondsdistributører, og vil tilsvarende benytte EET-malen. Dette vil være vår måte å distribuere ESG-data til fondsdistributører.

Med EET blir den ESG-relaterte produktinformasjonen som kommuniseres til sluttkunder enhetlig og fullstendig. En slik standardisert mal vil også sikre at informasjonskravene i SFDR, EU Taksonomien og MiFid II ivaretas.

Månedsutvikling

Fire institusjonelle fond

Absolutte avkastningstall pr. 31.10.2022

(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 *	0,20 %	-3,0 %	3,0 %	3,3 %	10,6 %	8,4 %	20.11.2015
Pareto ESG Global Corporate Bond I **	2,00 %	-8,8 %	-0,3 %	1,5 %	7,4 %	6,3 %	23.03.2015
Pareto Aksje Norge I	7,80 %	-4,0 %	8,2 %	12,0 %	19,6 %	19,3 %	06.09.2001
Pareto Global I	4,40 %	-4,2 %	10,6 %	10,7 %	13,4 %	14,3 %	31.12.2007

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

Relative avkastningstall pr. 31.10.2022

(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	1,1 %	5,4 %	1,5 %	3,1 %	6,3 %	8,8 %	OSEFX
Pareto Global I	-2,0 %	1,6 %	-1,0 %	0,7 %	5,6 %	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

