

Paretos aktuelle Nyhetsbrev for pensjonskasser

Januar 2023

Denne måneden kan du lese mer om:

- **Særtrekk ved nordisk high yield (side 1-3)**
Hvilke egenskaper er like, og hvilke særtrekk er det sammenlignet med det amerikanske high yield universet?
- **Svanen 2.0 (side 4)**
Den 25. november 2022 ble Pareto ESG Global Corporate Bond det første rentefondet som har oppnådd den nye sertifiseringen for Svanemerket 2.0.
- **Oppdatering aktuelle Pareto-fond (side 5)**
Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



ESG-analytiker i Pareto ESG Global
Corporate Bond, Nawel Boukedroun

Månedens finansielle tema

Særtrekk ved nordisk high yield

Vårt tema forrige måned var high yield som aktivklasse, hvor vi brukte amerikanske data for å få lengst mulig historikk. Kort oppsummert viser historikken en årlig meravkastning for amerikansk high yield (HY) i området 1,5 % til 2,0 %-poeng over amerikansk investment grade (IG). HY komplementerer IG og aksjer i en portefølje, og en optimering basert på historiske data tilsier en større allokering til high yield enn hva de fleste pensjonskasser har hatt tradisjon for.

Hvordan forholder disse konklusjonene seg for nordisk high yield? Hvilke egenskaper er like, og hvilke særtrekk er det sammenlignet med det amerikanske universet?

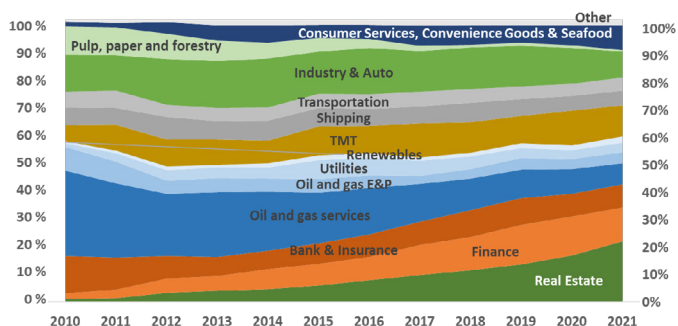
Amerikansk HY er preget av kortere durasjon enn IG, med durasjon på henholdsvis 4,3 år og 6,6 år (1995-2022). Dette gir lavere renterisiko for HY. Kredittrisikoen for HY er i utgangspunktet høyere enn for IG, men da HY har kortere kreditturasjon reduserer dette forskjellen.

Nordisk HY forsterker durasjonsegenskapene til amerikansk HY. Nordisk HY preges av et stort innslag FRN-lån (Floating Rate Notes). Det medfører ekstra kort rentedurasjon. I tillegg er det vanlig med kortere løpetider på lån i det nordiske markedet, noe som innebærer kortere kreditturasjon. Eksempelvis har vårt eget fond Pareto Nordic Corporate Bond (PNCB) p.t. rentedurasjon på 0,7

år og kreditturasjon på 2,0 år. Disse nøkkeltallene er også representative for utviklingen over tid og for det nordiske HY-markedet generelt.

Kortere rente- og kreditturasjon for nordisk HY tilsier lavere risiko enn for amerikansk eller global HY. Som vi kommer tilbake til senere har risikoen målt ved standardavviket over de siste syv år vært nærmere risikoen til norsk IG, når vi justerer for valutabevegelsene i mars 2020.

Det nordiske high yield-markedet har hatt betydelig vekst i de senere år. Utestående volum ultimo 2022 er på om lag 900 milliarder NOK. Som grafen nedenfor viser, har sektorsammensetningen endret seg i takt med volum-veksten og blitt mer balansert. Mens markedet i 2010 hadde overvekt i olje og gass, er fordelingen i dag mer på linje med det globale HY-markedet.

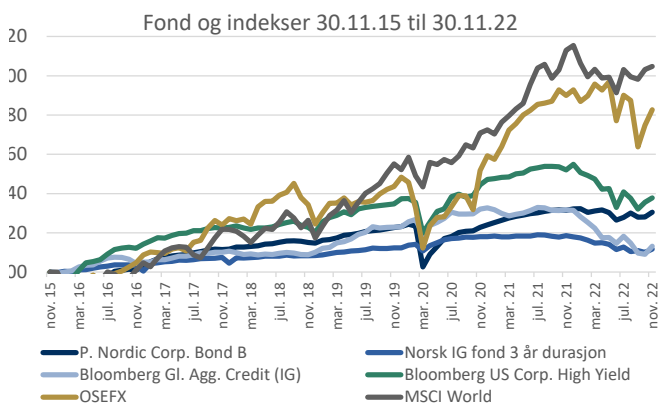


Nordiske utstedere med og uten nordisk ISIN. Kilde: Stamdata

I resten av denne kommentaren vil vi dykke nærmere i de kapitaleffektive egenskapene til nordisk HY, som spesielt gjør seg gjeldende for investorer innen et solvensrammeverk. I større grad enn norske pensjonskasser har utenlandsk liv- og skadeforsikring «oppdaget» og omfavnet denne muligheten. Dette er de største investorene i vårt eget nordiske HY-fond og hovedgrunnen til at PNCB har vokst til et volum på 14,6 milliarder. Disse kundene har vurdert aktivklassen og vårt fond gjennom omfattende due diligence prosesser. Noen av disse kundene også sagt seg villige til å stå som referansekunder for PNCB.

Finansiell kapitaleffektivitet

For å illustrere finansiell kapitaleffektivitet for nordisk high yield benytter vi data for PNCB. I grafen nedenfor ser vi utviklingen for den institusjonelle B-klassen siden oppstart. I tillegg er det tatt med andre typiske aktivklasser pensjonskassene er investert i.



Kilde: Bloomberg, Pareto Asset Management

Dataseriene strekker seg over en periode på syv år. Under denne tiden var en enkelt måned helt spesiell: Ved utbruddet av korona i mars 2020 ble valutamarkedene over en kort periode illikvide. Dette ga en midlertidig stor nedgang, spesielt for rentefond som valutasikrer obligasjoner i utenlandsk valuta. Valutauroen ga også kortsiktige negative utslag for norsk investment grade. Etter at myndighetene grep inn og stabiliserte valutamarkedene, steg verdiene i rentefond og andre aktiva raskt tilbake til og over nivåene fra før mars 2020.

Vi gjengir nedenfor diverse statistikk for de seks dataseriene i grafen over. For å tydeliggjøre valutaeffektene tilknyttet korona viser vi statistikk for hele tidsperioden, samt statistikk for perioden frem til mars 2020 og etter juni 2020.

Hele perioden på 7 år		nov.15 - des.22		
Nr.	Aktiva	Avk.	Std.av.	Sharpe
1)	P. nordisk HY (~ 2 år dur.)	3,9 %	7,8 %	0,3
2)	Bl. US HY (~ 4 år dur.)	4,7 %	8,2 %	0,4
3)	Norsk IG (~ 3 år dur.)	1,6 %	3,4 %	0,0
4)	Bl. gl. IG (~ 6,5 år dur.)	1,8 %	5,6 %	0,1
5)	Oslo Børs fondsindeks	9,0 %	15,4 %	0,5
6)	MSCI verdensindeks	10,8 %	11,3 %	0,8

Første delperiode:		nov.15 - mar.20		
Nr.	Aktiva	Avk.	Std.av.	Sharpe
1)	P. nordisk HY (~ 2 år dur.)	5,1 %	4,2 %	0,8
2)	Bl. US HY (~ 4 år dur.)	7,4 %	7,2 %	0,8
3)	Norsk IG (~ 3 år dur.)	3,2 %	3,2 %	0,5
4)	Bl. gl. IG (~ 6,5 år dur.)	5,7 %	8,6 %	0,5
5)	Oslo Børs fondsindeks	6,9 %	14,2 %	0,4
6)	MSCI verdensindeks	9,8 %	11,2 %	0,7

Andre delperiode:		jul.20 - des.22		
Nr.	Aktiva	Avk.	Std.av.	Sharpe
1)	P. nordisk HY (~ 2 år dur.)	5,3 %	4,1 %	0,9
2)	Bl. US HY (~ 4 år dur.)	1,4 %	8,7 %	0,0
3)	Norsk IG (~ 3 år dur.)	-1,8 %	3,0 %	-1,1
4)	Bl. gl. IG (~ 6,5 år dur.)	-5,6 %	6,7 %	-1,1
5)	Oslo Børs fondsindeks	13,8 %	17,5 %	0,7
6)	MSCI verdensindeks	11,9 %	9,8 %	1,1

Tabellene viser årlig avkastning, standardavvik og Sharpe ratio over de ulike delperiodene. For beregning av Sharpe har vi benyttet en fast risikofri rente på 1,5 % p.a. Dataseriene er 1) Pareto Nordic Corporate Bond B, 2) Bloomberg US High Yield indeks, 3) Et standard norsk investment grade-fond med tre års målsatt durasjon, 4) Bloomberg Global Investment Grade Credit indeks, 5) Oslo Børs fondsindeks og 6) MSCI verdensindeks, ikke valutasikret.

Hva angår nordisk high yield, representert ved PNCB, er det flere interessante observasjoner:

Risiko: Over den totale perioden har PNCB et årlig standardavvik på 7,8 %, noe som ikke er veldig ulikt US high yield-indeksens standardavvik på 8,2 %. De to delperiodene, hvor vi har fjernet valutaeffektene mellom mars og juli 2020, viser imidlertid et annet bilde av risiko. I første delperiode har PNCB et standardavvik på 4,2 % p.a. mot 7,2 % p.a. for US HY. I andre delperiode er tallene 4,1 % p.a. for PNCB mot 8,7 % p.a. for US HY. Observasjonene i de to delperiodene taler for en risiko for PNCB som kun utgjør 50-60 % av risikoen til amerikansk high yield.

Det er også interessant å merke seg risikoen sammenlignet med både norsk og global investment grade i de to delperiodene. I begge tilfeller ligger standardavviket for PNCB bare like over risikoen for det norske IG-fondet, og betydelig lavere enn risikoen for den globale IG-indeksen. Standardavviket for PNCB i disse delperiodene har mer preg av norsk IG- eller «crossover»-risiko enn internasjonal HY-risiko. Dette skyldes hovedsakelig den vesentlig lavere renterisikoen, som følge av flytende rente på mesteparten av obligasjonene i porteføljen.

Avkastning: Nordisk HY, representert ved PNCB, har hatt høyere avkastning enn norsk IG både over hele perioden og i de to delperiodene. Når vi studerer de to delperiodene, er det interessant å se hvordan effekten av durasjon har

slått ut. Vi vet at rentenivåene falt kraftig under første delperiode, mens de var stigende i andre delperiode fra sommeren 2020. I første delperiode var avkastningen til PNCB lavere enn for de lengre durasjonsaktivaene US high yield og global investment grade. I andre delperiode leverte PNCB betydelig høyere avkastning enn de utenlandske rentealternativene med lengre durasjon.

Risikojustert avkastning: Sharpe ratio for PNCB var bedre enn for både norsk og global IG under hele syv-års-perioden, og nesten på nivå med US high yield. Når vi justerer for valutaeffekter i de to delperiodene ligger Sharpe for PNCB helt i toppen. Betydelig høyere enn for andre renteinvesteringer i tabellen og på linje med Sharpe i norske og globale aksjer, til tross for at det har vært meget sterke perioder i aksjemarkedene.

Regulatorisk kapitaleffektivitet

Mens nordisk high yield fremstår konkurransedyktig når vi vurderer finansiell kapitaleffektivitet, skiller aktivaklassen seg enda mer ut målt ved regulatorisk kapitaleffektivitet (i et solvenskapitalregime). Det er fire forhold som bidrar til et relativt lavt kapitalkrav for nordisk HY:

- 1) Kort rentedurasjon
- 2) Relativt kort kreditturasjon
- 3) Større innslag av ikke-ratede papirer som behandles mildt i solvensmodellen
- 4) Diversifisering mot andre aktiva

Hva angår punkt 3, legger Finanstilsynets modell til grunn 3,0 %-poeng spreadutgang i risikovurderingen av ikke-ratede papirer. Dette kan sammenlignes med spreadutgang for BBB (nedre del av IG) på 2,5 %-poeng og følgende spreadutgang for ulike klasser HY: 4,5 %-poeng for BB og 7,5 %-poeng for B eller lavere. Selv om ikke-ratede papirer gjerne har løpende yield på nivå med ratede high yield-papirer, anses risikoen i modellen å ligge mer i crossoverterritorium. Dette er viktig spesielt når ikke-ratede papirer utgjør godt over 50 % av det nordiske high yield-universet.

For å konkretisere hvordan dette slår ut på den regulatoriske kapitaleffektiviteten til nordisk HY, beregner vi i Finanstilsynets modell et kapitalkrav på noe under 10 % for PNCB. (For den enkelte pensjonskasse vil dette tallet variere noe ut fra øvrige plasseringer og balansetall.) Sammenlignet med et kapitalkrav i området 35-40 % for aksjer fremstår PNCB svært kapitaleffektivt sett i forhold til forventet avkastning. Også sammenlignet med internasjonal investment grade (med lengre durasjon enn nordisk HY), og global high yield (med lengre kreditturasjon og større innslag ratede papirer), er kapitalkravet for nordisk high yield lavt.

En enkel vurdering for en pensjonskasse er følgende: Anta at aksjer over tid gir en meravkastning over risikofri rente på 4 % p.a. Målt i forhold til et kapitalkrav på 40 % gir dette 0,1 % meravkastning pr. enhet kapitalkrav (4 % / 40 %).

Ved en plassering i nordisk high yield kreves det derfor kun 1 %-poeng i meravkastning utover risikofri rente for

å gi samme «risk-reward» som aksjer (1%/10 %). I forrige utgave av månedens finansielle tema viste vi at high yield kan forventes å gi betydelig høyere meravkastning enn 1 % over tid.

Pareto Nordic Corporate Bond (PNCB) hadde ved utgangen av november en løpende effektiv rente, «yield to worst», på ca. 8,8 %. Anta at mislighold reduserer avkastningen med 25 %, noe som har vært tilfelle for amerikansk HY over tid. Da er det snakk om forventet avkastning rundt 6,6 % p.a. for PNCB, gitt en forenklet buy-and-hold-forutsetning.

Sammenlignet med en risikofri plassering på rundt 3 % vil en potensiell meravkastning ligge opp mot 3,6 %-poeng p.a. over kredittløpetiden. Kapitaleffektiviteten til nordisk high yield er i dette tilfellet mer enn tre ganger så høy som for aksjer.

Nordisk high yield som del av en portefølje

I tabellen nedenfor starter vi med en tradisjonell portefølje med 70 % investment grade og 30 % aksjer. Vi antar stressfaktorer og meravkastning over risikofri rente som oppgitt i tabellen. For utgangsporteføljen er samlet stressfaktor på 15,5 % og forventet meravkastning 1,55 %-poeng p.a.

Herfra foretar vi i nedre del av tabellen en marginal reduksjon i aksjeandelen til 27 %. Ved å redusere aksjeandelen med 3 %-poeng frigjøres kapasitet til å finansiere en high yield-andel på hele 21 %. Med en slik allokering blir porteføljens stressfaktor lik utgangspunktet. Med den marginale reduksjonen i aksjer og den relativt store økningen i high yield, økes porteføljens forventede meravkastning med hele 0,42 %-poeng p.a. til 1,97 % p.a. Dette til tross for uendret porteføljelisiko i solvensmarginmodellen.

	Uten High Yield		
	Andel	Stress	Meravk.
Inv. grade	70 %	5 %	0,5 %
High yield	0 %	10 %	3,0 %
Aksjer	30 %	40 %	4,0 %
Portefølje	100 %	15,5 %	1,55 %

	Inkl. High Yield		
	Andel	Stress	Meravk.
Inv. grade	52 %	5 %	0,5 %
High yield	21 %	10 %	3,0 %
Aksjer	27 %	40 %	4,0 %
Portefølje	100 %	15,5 %	1,97 %

I dette illustrerte tilfellet er risikoen målt med bruk av solvenskapital uendret når pensjonskassen bytter ut en andel på 3 % aksjer og 18 % IG med 21 % high yield. Målt ved finansiell risiko (forventet standardavvik), må den alternative porteføljen imidlertid antas å ha marginalt høyere risiko.

Selv om matematikken her tilsier en andel på 21 % high yield i porteføljen, må ikke dette sees på som en anbefaling fra vår side. Imidlertid viser eksempelet at det for pensjonskasser kan være både forsvarlig og hensiktsmessig å holde en high yield-andel på gjerne både 5-10-15 % av totalporteføljen.

Månedens ESG-tema

SVANEN 2.0

Pareto ESG Global Corporate Bond (PEGCB) er et globalt high yield-fond med bærekraftig investeringsprofil. Den 25. november 2022 ble PEGCB det første rentefondet som har oppnådd den nye sertifiseringen for Svanemerket 2.0. Utdelingen av Svanemerket utføres av Miljömärkning Sverige AB, som jobber på vegne av den svenske regjeringen og ikke representerer noen aktører i fondsbransjen.

PEGCB har lenge vært en pioner hva angår bærekraftige renteinvesteringer. I 2018 ble fondet det første rentefondet i Norge og Sverige som ble tildelt Svanemerket. Tidligere i 2022 kunngjorde merket en innstramning i ESG-kriteriene som må oppfylles og sendte en oppfordring til alle lisenshavere om å sette seg inn i de oppdaterte kriteriene og søke ny lisensgodkjenning. Fondets ESG-analytiker Nawel Boukedroun har ledet arbeidet med å få dette på plass, og den 25. november ble fondet tildelt den formelle sertifiseringen på et arrangement i Stockholm.

I 2021 definerte PEGCB et bærekraftig mål ved siden av målet om å gi god risikojustert avkastning. Fondet har blitt klassifisert som et Artikkel 9-fond ("mørkegrønt") under EUs forordning Sustainable Finance Disclosure Regulations ("SFDR"). Svanemerkingen virker disiplinerende for å oppfylle kriterier pålagt mørkegrønne fond, og vi tenker også på det som et «visumstempel» for fondets bærekraftsprofil.

Obligatoriske krav

Et svanemerket fond må tilfredsstillte 23 obligatoriske krav som dekker "negativ seleksjon" av selskaper (eksklusjon), "positiv seleksjon" (inkludering), aktiv eierstyring (engasjement) og åpenhet overfor investorer i fondet (transparens).

Fondet skal ekskludere eller begrense investeringer i visse næringer som er spesielt problematiske i bærekraftsforstand (fossile industrier, våpen, tobakk, mv.). Det nordiske Svanemerket fordrer også at fondet skal inkludere selskaper som fremmer bærekraft. Dette innebærer at PEGCB blant annet er pålagt til å utføre en bærekraftsanalyse på samtlige selskaper i fondets portefølje.

Nye krav tilknyttet Svane 2.0-sertifiseringen

Klima: Ekskludering av ytterligere aktiviteter innen fossile industrier (oljeutvinning og boring).

Klima: Selskaper i næringer med større klimagassutslipp må tilfredsstillte visse minstekrav og tilfredsstillte kriterier som gjør at de er ledende på bærekraft i sin industri.

Biologisk mangfold (biodiversity): Dersom selskaper i relevante industrier får svakere bærekraftsrating skal fondet: (a) søke å påvirke selskapet til å redusere sitt negative fotavtrykk, og (b) gi en beskrivelse av den konkrete situasjonen i sin bærekraftsrapport.

EU-taksonomien: Taksonomien må være inkludert som en del av bærekraftsanalysen. Svanen gir «poeng» for andel selskaper i fondet som er inkludert i taksonomien.

De viktigste endringene i fondet

Forbedret ESG-analyse:

Nye kriterier er lagt til investeringsprosessen, med strengere klimaendringskrav i bransjer med store utslipp som aluminium, stål, tremasse og papir. Fondet må også spore og vedlikeholde en andel av selskaper med et validert 1,5°C vitenskapsbasert rammeverk. Ytterligere hensyn til biologisk mangfold og EU-taksonomi er nå inkludert for å guide fondsforvalterne i investeringsprosessen.

Intensivert aktivt eierskap:

Fondets engasjementsprosess overfor selskaper i porteføljen er styrket, og det er definert en systematisk måte å identifisere og utføre engasjement på. Her forventet Svanemerket at det skulle defineres og rapporteres klare, spesifikke og tidsbestemte mål for hvert engasjement.

Åpenhet overfor investorer:

Investeringspolicyen skal gjøres offentlig tilgjengelig. Den årlige bærekraftsrapporten skal inneholde informasjon om tiltak som er utført i perioden, for ulike temaer: Ekskludering av beholdninger som ikke lenger oppfyller fondets krav, oppsummering av hovedengasjementsdialoger, ESG-risiko og muligheter i fondets største beholdninger, en beskrivelse av progresjonen til de største klimagassutslipperne og selskapets etterslep i å ivareta biologisk mangfold.

Månedsutvikling

Fire institusjonelle fond

Absolutte avkastningstall pr. 30.12.2022

(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 *	1,0 %	-0,2 %	3,5 %	3,7 %	8,9 %	7,8 %	20.11.2015
Pareto ESG Global Corporate Bond I **	0,2 %	-6,7 %	0,4 %	1,4 %	7,5 %	6,3 %	23.03.2015
Pareto Aksje Norge I	2,4 %	2,7 %	9,8 %	12,3 %	19,6 %	19,3 %	06.09.2001
Pareto Global I	-3,6 %	-3,3 %	9,5 %	10,6 %	13,8 %	14,3 %	31.12.2007

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

Relative avkastningstall pr. 30.12.2022

(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	4,3 %	9,8 %	2,7 %	3,3 %	6,5 %	8,8 %	OSEFX
Pareto Global I	1,8 %	5,3 %	-0,6 %	0,9 %	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](#)

Fagansvarlige

Pensjonskasser



Cato Edvardsen

+47 901 52 215

cato.edvardsen@paretaoam.com



Alex Madsen

+47 932 08 107

alex.madsen@paretaoam.com



Finn Øystein Bergh

Sjefsøkonom og -strateg

finn.oystein.bergh@paretoam.com

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

