

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev for pensjonskasser

September 2023

Hvorfor er kronen så svak? (side 1 - 3)

Den norske kronen har falt betydelig i verdi mot de fleste valutaer i omtrent ti år, med nye bunnoteringer på nivå med pandemipanikken i mars 2020.

Hvordan finansiere det grønne skiftet? (side 4 - 5)

I regjeringens «Veikart for et grønt industriløft (2022)» står det at Norge og norsk industri kanskje har verdens beste forutsetninger for å lykkes i det grønne skiftet.

Oppdatering aktuelle Pareto-fond (side 5-6)

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



*Sjeføkonom Finn Øystein Bergh
drøftet hvordan vi skal finansiere det
grønne skiftet under Arendalsuka*

Månedens finansielle tema

Hvorfor er kronen så svak?

Den norske kronen har falt betydelig i verdi mot de fleste valutaer i omtrent ti år, med nye bunnoteringer på nivå med pandemipanikken i mars 2020. Før sommeren var den effektive kronekursen, målt mot en kurv av fremmede valutaer, hele 33 prosent lavere enn for ti år siden. Den har siden styrket seg noen ganske få prosent.



I tradisjonell valutakursteori står kjøpekraftsparitet sentralt. Hvis prisene stiger raskere i Norge enn i EU, skal kro-

nen svekke seg så mye at våre varer og tjenester koster det samme som før for europeiske kjøpere – og tilsvarende for nordmenn som handler i EU. Tidsskriftet the Economist har popularisert dette med sin Big Mac Index, der de sammenligner prisene på den samme burgeren i ulike land omregnet til samme valuta.

Etter læreboken skulle altså fallet i kronekursen reflektere høyere prisvekst her hjemme. Slik er det imidlertid ikke. Sannheten er at Norges reelle effektive valutakurs – realkursen – også er svekket gjennom de siste ti årene. Før sommeren hadde den falt med over 25 prosent.

Sagt på en annen og mer velkjent måte: Norge har forbedret sin konkurranseevne i vesentlig grad. Våre priser har steget litt mer enn prisene utenlands, men bare så mye at kun noen få prosent av kursfallet er spist opp.

Hva har skjedd?

Betyr ikke oljen så mye likevel?

Målt ved driftsbalansen mot utlandet er Norge overordenlig konkurransedyktig. Vi har et betydelig overskudd, selvfølgelig grunnet i eksporten av olje og gass. Av

naturlige grunner har kronen derfor vært veldig følsom for endringer i oljeprisen. Den har styrket seg med høyere oljepris og svekket seg med lavere oljepris. I mange år var oljeprisen det første man så på for å forklare endringer i kronens verdi. Den forklarte godt oppgangen gjennom oljeboomen fra årtusenskiftet og frem til finanskrisen.

De siste årene har imidlertid denne sammenhengen blitt mindre tydelig eller vært helt fraværende. Og om vi ser bort fra mars 2020, er kronen nå mindre verdt enn noen gang siden valutakursen ble sluppet fri for drøyt 30 år siden.

På mange måter var nok den tidligere oljeprisfølsomheten overdrevet, all den tid mesteparten av oljeinntektene immuniseres gjennom investeringer i Statens pensjonsfond utland (oljefondet). Der oljeinntektene bidrar til et stort overskudd på driftsbalansen, gir overføringer til oljefondet et stort underskudd på kapitalbalansen. I sum skal de to balansene gå i null når sentralbanken ikke intervensjoner. Med oljefondet har dette gått uten noen direkte påvirkning på valutakursen.

Av tekniske årsaker har likevel Norges Bank handlet valuta. Dette er gjort på vegne av oljefondet. Oljeselskapene veksler om store beløp til kroner for å betale skatt, og staten bruker ikke alle disse kronene. Resten veksles om i valuta til oljefondet.

Men dette foregår ikke samtidig. Det var høye priser på olje og gass i fjor, og mye veksling inn i kroner ble nok gjort da, mens valutakjøpene fra Norges Bank henger litt etter og i større grad er foretatt i år. Når det har vært et visst fokus på disse transaksjonene i år, kan det nok være at de har forsterket vårens kursfall. Men det er i så fall en helt kortsiktig effekt.

Er det rentene?

Mange eksperter peker på rentedifferanser mot andre land som en viktig forklaring: Norges Bank har ikke satt opp renta like mye som andre sentralbanker.

Intuitivt tilsier lavere rentenivåer i Norge at det blir mer attraktivt å plassere kapitalen i andre land. I tillegg har det gjerne hett at en liten, volatil valuta som norske kroner skal ha noe høyere rente enn større og presumptivt mer stabile valutaer. Slik har det også vært i lange perioder tidligere.

At Norges Bank nå har hengt etter i renteoppgangen, kan utvilsomt ha svekket kronen i det korte bildet. I valutamarkedet er det store kortsiktige kapitalstrømmer som prøver å utnytte «carry», det vil si rentegevinsten ved å bytte til et valutaområde med høyere renter. Store, internasjonale banker er aktive spillere i dette markedet.

Men om vi ser de siste ti årene under ett, er ikke dette noen

treffende beskrivelse. Vi var ikke først ute med å kutte rentene gjennom de mange årene da rentenivået falt. Likevel har altså norske kroner falt mer eller mindre sammenhengende i ti år. Det må være andre årsaker også.

Valutasikring forklart

Vårt nordiske high-yield fond, Pareto Nordic Corporate Bond, leveres i ulike valutasikrede andelsklasser. Det inkluderer dollar, selv om fondet ikke har amerikanske investorer; mange utenlandske investorer ønsker av ulike grunner å være plassert i dollar.

Gjennom terminsikringen utlignes rentedifferansen på korte renter mellom Norge og USA. Fondets investorer får i realiteten basisrenten (swap-renten) i sitt aktuelle valutaområde pluss kreditt-spreaden i fondet.

Ved utgangen av mai 23 var det høyere korte renter i dollar enn i norske kroner. Resultatet av terminsikringen var derfor en høyere yield (effektiv rente) i dollar som følger:

Løpende yield i NOK:	8,6 prosent
Rentedifferanse:	1,9 prosentpoeng
Løpende yield i USD:	10,5 prosent

Hva skjer dersom Norges Bank for eksempel setter opp renta med ett prosentpoeng? Da øker løpende rente i norske kroner til 9,6 prosent, mens rentedifferansen reduseres til 0,9 prosentpoeng. I sum får den amerikanske investoren fortsatt en løpende yield på 10,5 prosent.

Den særnorske renteøkningen har derfor liten betydning for attraktiviteten av investeringen for en langsiktig, utenlandsk investor i våre fond eller av lignende valutasikrede investeringer.

Hvis derimot kredittmarginen øker, kan det ha en betydning. La oss anta at det er snakk om en særnordisk spread-utgang på ett prosentpoeng. Da øker yielden i norske kroner fra 8,6 til 9,6 prosent. Samtidig er rentedifferansen mot dollar uendret på 1,9 prosentpoeng. Ny yield i dollar blir 11,5 prosent. Investeringer i nordisk high yield blir da mer attraktive, og mer kapital kan forventes å strømme inn i dette markedet.

Slik kan endrede kreditt-spredder få betydning for valutakurser, mens endrede styringsrenter ikke nødvendigvis gir tilsvarende effekt for en valutasikret investor.

Hva med risikokapital?

Om vi ser det fra perspektivet til en mer langsiktig utenlandsk investor, må renteargumentet nyanseres. Typisk vil en utenlandsk investor valutasikre sine investeringer i Norge. Når man valutasikrer, bytter man i realiteten eksponeringen tilbake til rentenivået i den valutaen man har

utgangspunkt i. Med andre ord: Gjennom valutasikringen utlignes rentedifferanser for en utenlandsk investor. Se tekstboksen ved siden av for en litt grundigere forklaring. Her er flere mulige forklaringer knyttet til renter. Norske aktiva kan bli relativt mer attraktive selv om den grunnleggende rentedifferansen ikke endres. Som vi viser i faktaboksen, har høyere kredittpremier en direkte og positiv effekt. Dette har neppe noen plass som systematisk forklaring på ti års depresiering av norske kroner, men det peker mot noe viktig og ikke nødvendigvis målbart: Utlandets oppfatning av risiko i norske investeringer påvirker valutakursen.

Vi opplever at brå politiske innfall, som den plutselig lanserte grunnrenteskatten på sjømat og havvind, påvirker utenlandske investorers tillit til Norge – som for de fleste er et lite og forholdsvis eksotisk land. Vi hører, og må erkjenne, at Norge byr på politisk risiko. Også derfor har man ment at norske renter må ligge litt over rentenivået i større valutaområder, som dollar og euro. Det gjør vi altså ikke nå, men det har vi gjort i lange perioder der kronen like fullt har falt i verdi. Da holdt det ikke med positiv rentedifferanse

En av grunnene er sannsynligvis at mange av kapitalstrømmene representerer risikokapital, der avkastningen styres av mye mer enn basisrenten – som den nevnte kredittspreaden, eller forventet avkastning på aksjeinvesteringer. Dette er kapitalstrømmer som ikke nettes daglig, men akkumuleres.

En liten, farlig økonomi?

Innen grønne investeringer har vi en tiltagende diskusjon om subsidier, skatter og avgifter – og et kappløp om å tilby de mest konkurransekraftige betingelsene. Med etablering av ny industri kommer også nye arbeidsplasser. USA har vedtatt omfattende støtteordninger gjennom sin «Inflation Reduction Act». Europeiske og norske myndigheter har hittil vært mer opptatt av å bruke piskene mot selskaper med høye utslipp (gjennom karbonavgift etc.). Med mer konkurransekraftige subsidieordninger fremstår det inntil videre gunstigere å bygge grønn industri i USA.

Nå er det åpenbart også politisk risiko der. Ikke minst: Vil Donald Trump videreføre IRA om han blir gjenvalgt som president? Men for amerikanske investorer, som jo representerer en god del av kapitalen globalt, er USA likevel et tryggere område.

Over det siste året har det vært tiltagende frykt for økonomisk tilbakegang eller resesjon. I slike tider søker gjerne kapitalen til antatt tryggere havner, som dollar, sveitserfranc eller også euro. Økt resesjonsfrykt kan være med på å forklare hvorfor disse valutaene har styrket seg mot norske kroner det siste året.

Med årene har en voksende del av valutabevegelsene tatt form av kapitalstrømmer og ikke handelsstrømmer. Det

tilsier at oppfatninger hos utenlandske investorer har vokst i betydning, relativt til for eksempel oljeprisen.

Næringsrotasjon?

Interessant nok kan renten ha spilt en rolle også for investorer valg av næringer. Mens oljeboomen fikk Norge til å skinne i årene frem mot finanskrisen, ble de etterfølgende årene preget av en langvarig bevegelse mot stadig lavere renter. Dette gjorde høyprisede, teknologisk innovative vekstselskaper mer attraktive enn typisk norske næringer. Og selv om rentene nå har kommet et stykke opp igjen, har vi ennå ikke klart å klatre opp på førerretet i det grønne skiftet – selv om vi nå har en fantastisk mulighet til å utnytte akkurat det (se egen sak). Mange utenlandske investorer har rett og slett hatt en oppfatning av at investeringsmulighetene ikke er de beste i Norge.

Det samme kunne man fristes til å si om norske oppfatninger. Mange investorer, både pensjonskasser, kommuner og større selskaper, har plassert en økende del av sin forvaltningskapital utenlands. Begrunnelsen er dels å diversifisere eksponeringen ut fra Norge, dels en idé om at internasjonale markeder rommer tryggere papirer. Selv om det siste har slått dramatisk feil for amerikanske statsobligasjoner de siste årene, vet vi at mange har fått høre argumenter langs dette sporet. Og kapital er flyttet ut.

Slik sett er kursutviklingen et signal om at trygghetssøkende investorer ikke finner god nok risikojusert avkastning i norske investeringer. Valutamarkedet gir løpende uttrykk for tilliten til ulike valutaområder, og Norge har ikke fått det tillitsvotum vi trodde at vi fortjente. La det her være nevnt at også Sverige har opplevd kraftig fallende kroneverdi over en tiårsperiode. Fallet har vært noe mer dempet enn hos oss, men nok til at svenskene spør seg selv om hva som er galt. Skal vi tro flere svenske analyser, er det mange også der som konkluderer med at tilliten svikter.

Eller, mer presist: Tilliten *har* sviktet. All empiri tilsier at man skal vokte seg vel for å fremskrive trender i valutamarkedet. At norske kroner har falt i verdi med 1/3 de siste ti årene, betyr *ikke* at fallet skal vedvare.

Månedens ESG-tema

Hvordan finansiere det grønne skiftet?

I regjeringens «Veikart for et grønt industriløft (2022)» står det at Norge og norsk industri kanskje har verdens beste forutsetninger for å lykkes i det grønne skiftet. Men vi har dårlig tid. Allerede i 2030 skal klimagassutslippene være redusert med 55 prosent fra 1990.

Dette krever enorme investeringer. Skal vi få netto utslipp ned i null, må det bare i EU investeres 1.000 milliarder euro hvert eneste år frem til 2050, ifølge McKinsey. Pareto Securities anslår at det bare i norsk kraft og strømmnett er behov for å investere 420 milliarder kroner.

Dette var bakgrunnen for at Pareto Asset Management i samarbeid med Arendals Fossekompani arrangerte en debatt under Arendalsuka. De to selskapene hadde hver sin innledning, fulgt av Miljøstiftelsen Zero og deretter en paneldebatt med politikere. Arrangementet ble holdt på taket av Arendals Fossekompanis lokaler og var fullt besatt.

Vårt utgangspunkt var enkelt: Dette er en fantastisk mulighet til å skape Norges neste store industrieventyr etter oljeeventyret. Men det enorme kapitalbehovet viser at kapitalen må hentes fra mange kilder.

Vi påpekte i vårt innlegg at offentlige investeringer og garantier er anslått å stå for rundt 20 prosent av de totale investeringene. Resten, hele 80 prosent, må da hentes fra private investorer. Og så lenge Norge ikke er verdensmester i privat risikokapital, trenger vi betydelige midler fra internasjonale investorer.

Pareto Asset Management opplever at det ikke skorter på interessen! Hverken for norske investeringer eller for bærekraft. Det vet vi fra kontakten med våre utenlandske kunder. Men tre forutsetninger må være på plass.

1. Investeringene må være lønnsomme

Privat kapital flyter dit avkastningen er best. Profesjonelle investorer trenger å vite at prosjektet kan regnes hjem – oppnå tilstrekkelig høy langsiktig risikojustert avkastning. Sam Eyde kunne hente penger til Norsk Hydro på en lovende idé. Det er ikke lenger nok.

Mye kan gjøres gjennom fornuftige rammebetingelser. I USA er det gjort i stor skala, gjennom Joe Bidens IRA. Den viser hvilket enormt mulighetsrom det grønne skiftet gir. Loven er klart og tydelig utformet – og utrolig kraftfull. Og den påvirker oss i Norge. For Yara blir trolig kostnaden

for produksjon av blå ammoniakk – med CO2-håndtering – mer enn halvert om de produserer i USA.

Men dette handler ikke primært om noe subsidiekappløp. For rammebetingelser er gode skatteregler et selvsagt utgangspunkt.

Og skatt virker. Bare se på ordningen med leterefusjon i Nordsjøen, som vi hadde i mange år. Virket som bare det!

Skal fornybar kraft prioriteres fremfor olje og gass, må det ha minst like gunstige skatteregler. Vi skal ikke lage noe skatteparadis, men beskatningen kan ikke være tyngre enn i andre næringer, enten det er olje eller næringseiendom.

Mye kan også gjøres for å øke lønnsomheten før skatt. For eksempel å åpne for flere kraftkabler til utlandet i nye prosjekter. Lavere andel norsk kraft, men flere lønnsomme prosjekter. Godt for kloden også.

2. Regelverk og byråkrati må spille på lag

Skal vi få en rikholdig meny av lønnsomme, bærekraftige prosjekter, må vi først få løftet disse prosjektene fra idéstadiet. Her er mange hindringer som må forseres.

Ta kraftverk: Om det tar både syv og ti år å behandle konsesjonssøknader, kommer vi jo ikke i havn før 2030.

Dette handler om mye mer enn gigantprosjekter. Vi har regulatoriske hinder for produksjon av strøm fra solcelleanlegg, og utbygging av vindturbiner på industrianlegg, og eierskapsbegrensninger på småkraft.

Tunge søknadsprosesser er uproduktivt arbeid. En nøytral papirmølle er likevel å foretrekke fremfor skjønnhetskonkurranser med gavmilde politikere i juryen. Subsidiekappløp innebærer vilkårlighet, eksponering for politiske vinder og sårbarhet for offentlige budsjetter. Det fine med IRA er at det er tydelig og regelbasert.

Bare husk at alle regler har bivirkninger. Når livselskaper og pensjonskasser i dette årtusenet har gått fra 9,1 til 0,8 prosent av aksjeverdiene på Oslo Børs, er kortsiktig avkastningsgaranti for ytelsespensjoner en viktig årsak. Men her har vi jo også en stor kapitalkilde.

3. Det krevet forutsigbarhet!

Dessverre er det slik at mange utenlandske investorer

ikke føler seg trygge på norske myndigheter. Lynnedslaget med grunnrenteskatt er et ferskt eksempel, men ikke det eneste. Noen husker kanskje Gassled-saken, der Staten ble dratt for retten etter å ha endret vilkårene for fremtidige kontrakter.

Klimatilpasning handler først og fremst om energi. Fornybar energi har høye investeringskostnader og lave driftsutgifter; det er veldig langsiktige prosjekter. Slike prosjekter krever en grunnleggende trygghet for at rammebetingelsene ligger fast – lenge etter at prosjektet er igangsatt.

Så enkel og så vanskelig er denne oppgaven: Vi trenger gode, regelstyrte betingelser som investorene kan være trygge på.

Får vi det, er de viktigste forutsetningene på plass for å skape Norges neste store industrieventyr.

Da kan vi også tillate oss å låne en formulering fra den svenske regjeringen, slik den er gjengitt i Dagens Industri: Næringslivet er den nye miljøbevegelsen.

Månedsutvikling

Fire institusjonelle fond

Absolutte avkastningstall pr. 31.08.2023

(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	0,9 %	6,4 %	4,0 %	4,3 %	8,9 %	7,9 %	20.11.2015
Pareto ESG Global Corporate Bond I	0,2 %	5,3 %	1,4 %	2,0 %	7,6 %	6,4 %	23.03.2015
Pareto Aksje Norge I	0,5 %	5,9 %	8,0 %	12,2 %	19,6 %	19,1 %	06.09.2001
Pareto Global I	0,4 %	18,6 %	13,1 %	11,3 %	14,4 %	14,3 %	31.12.2007

Relative avkastningstall pr. 31.08.2023

(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	1,0 %	-0,4 %	1,7 %	3,2 %	6,6 %	8,7 %	OSEFX
Pareto Global I	-2,2 %	-6,8 %	-0,5 %	0,5 %	5,8 %	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 kreditturasjon (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@paretoam.com



Alex Madsen

+47 932 08 107

alex.madsen@paretoam.com



Finn Øystein Bergh

Sjeføkonom 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

