

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev for pensjonskasser

Januar 2024

Valutasikring av aksjer – finansielle konsekvenser (side 1)

Valutasikring av globale aksjeinvesteringer er ment å redusere risikoen. I realiteten øker det risikoen for en norsk investor.

ESG-analyse av enkeltelskaper (side 4)

Noe vi tidligere ikke har diskutert i Paretos Aktuelle, er hvordan vi angriper ESG-analysen av enkeltelskaper. Dette forteller vi mer om i siste utgave av vår RI-rapport, som ble publisert før jul.

Oppdatering aktuelle Pareto-fond (side 6)

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



Månedens finansielle

Valutasikring av aksjer – finansielle konsekvenser

Valutasikring av globale aksjeinvesteringer er ment å redusere risikoen. I realiteten øker det risikoen for en norsk investor.

Valutakursene svinger kraftig. De siste 20 årene har dollarkursen målt i norske kroner hatt et annualisert standardavvik på nærmere 13 prosent. En god del av disse svingningene kan henføres til norske kroners rolle som en liten valuta, men selv valutakrysset dollar-euro har et standardavvik på ni prosent.

Og noen ganger blir utslagene dramatisk store. Da covid-pandemien traff verden for alvor i mars 2020, gikk dollarkursen nesten 33 prosent høyere enn nivået ved årsskiftet. Likeledes har dollarkursen det siste året svingt mellom 9,80 og 11,23, en differanse på 15 prosent. Dette overstiger langt den normalavkastningen man kan forvente på en diversifisert aksjeportefølje.

Med slike svingninger er det forståelig at mange bruker valutasikring av aksjer eller aksjefond for å redusere risikoen. Dette er også bakgrunnen for at åpen valutarisiko gir en vekt på 25 prosent i solvenskapi-

talregimet (før justering for diversifiseringseffekten).

Vi gjennomgikk valutasikring mer generelt i en tidligere versjon av Paretos aktuelle, [klikk her](#). Her skal vi gå litt grundigere gjennom de finansielle konsekvensene av valutasikring, med vekt på risikoen.

Høyere risiko i valutasikrede fond?

Mange investorer føler seg tryggere på å investere i aksjefond som er valutasikret. Mange har også et investeringsreglement som krever valutasikring, eller de bruker en ekstern rådgiver som anbefaler sikring. Det grunnleggende argumentet er uansett at svingningene i aksjemarkedet representerer en risiko som de ønsker å kontrollere. Når valutarisikoen er tatt bort, står man dessuten igjen med mer ren aksjerisiko, som er det investor søker eksponering mot.

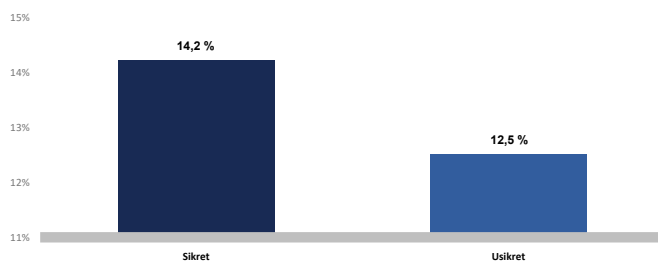
Svakheten med denne analysen er at den betrakter valutarisiko som en isolert type risiko. I virkeligheten er ikke valutarisiko og aksjerisiko uavhengig av hverandre – tvert imot. Og det påvirker den samlede risikoen når man eier aksjer notert i en fremmed valuta.

Vi kan starte med tall som viser den rene aksjerisikoen i utenlandske aksjemarkeder. Gjennom de 20 årene 2003-2022 hadde den amerikanske aksjeindeksen en gjennomsnittlig volatilitet (annualisert standardavvik) på 14,2 prosent. Tilsvarende tall for MSCIs verdensindeks var 14,9 prosent.

Om slike aksjeinvesteringer var valutasikret, ville dette også vært den opplevde volatiliteten for en norsk investor. I praksis blir det aldri helt likt, siden valutasikringen ikke blir perfekt, men det er et rimelig utgangspunkt. En valutasikret investering i S&P 500 ville da hatt en volatilitet på 14,2 prosent, og verdensindeksen ville ha vist 14,9 prosent.

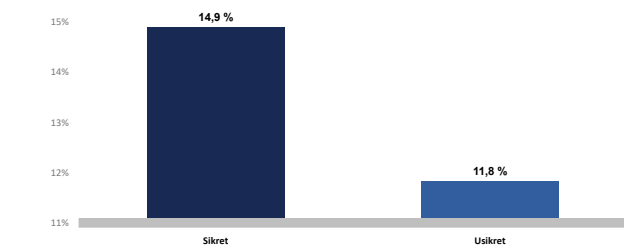
Hva skjer når man kombinerer denne risikoen med valutarisiko? Det fascinerende og lite intuitive svaret er at risikoen faller kraftig. En usikret investering i S&P 500 ville hatt en volatilitet på 12,5 prosent, altså 1,7 prosentpoeng lavere enn den sikrede investeringen. For verdensindeksen ville forskjellen ha vært enda større, da faktisk volatilitet på 11,8 prosent ville ha vært 3,1 prosentpoeng under den sikrede varianten.

Valutasikring øker risikoen på Wall Street



Volatilitet for en norsk investor i S&P 500. Kilde: FactSet, Pareto Asset Management

Valutasikring øker risikoen globalt



Volatilitet for en norsk investor i MSCIs verdensindeks. Kilde: FactSet, Pareto Asset Management

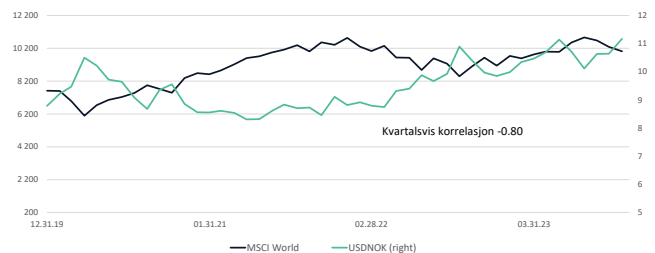
En utrygg valutahavn

Rent matematisk er forklaringen åpenbar: Aksjemarkedet og valutamarkedet svinger i utakt – i alle

fall sett med norske øyne. De siste par tiårene har S&P 500 og dollarkursen – målt i norske kroner – en kvartalsvis korrelasjon på minus 0,56. En korrelasjon på -1 betyr som kjent perfekt motsatt takt, mens 0 betyr at det ikke er noe som helst samvariasjon.

Om vi ser på de siste fire årene, får vi en korrelasjon på minus 0,79 for S&P 500 og minus 0,80 for verdensindeksen. Slike tall vitner om en sterk, negativ samvariasjon. Med andre ord er det et overordentlig tydelig mønster, der norske kroner svekkes når det går dårlig på aksjemarkedet ute.

Markedets vippehuske



Source: FactSet, Pareto Asset Management

At tallverdien er høyere for de fire siste årene, skyldes i stor grad at utslagene ble så store og tydelige i 2020. Men dette forteller samtidig noe om risikoen ved sikrede vs. usikrede investeringer: Når det blåser som verst, altså når kursene faller ute, vil kursutslagene i valutamarkedet beskytte en norsk investor mot mye av fallet.

Den underliggende mekanismen handler om norske kroner som en liten valuta. I usikre tider i verdipapirmarkedene søker kapitalen mot tryggere havner, såkalt flight to safety, og da er særlig det amerikanske markedet mottager av investeringskapital. Penger trekkes ut av mindre markeder og dermed mindre valutaer. Dette mønsteret har gjentatt seg gjennom årtier.

Valutasikring har gitt større fall i kriser



Grafen viser rullerende ettårsavkastning for et valutasikret og et usikret globalt indeksfond.

Et spørsmål om korrelasjon

La oss se nærmere på effekten av disse sammenhengene for en norsk investor. De færreste er jo bare investert i globale aksjer. Pensjonskassene i vår database har omtrent like mye midler investert i globale aksjer som i norske aksjer og eiendom kombinert, slik vi skrev forrige måned. Det avgjørende spørsmålet er da hvilke diversifiseringsegenskaper globale aksjer har i henholdsvis usikret og sikret versjon.

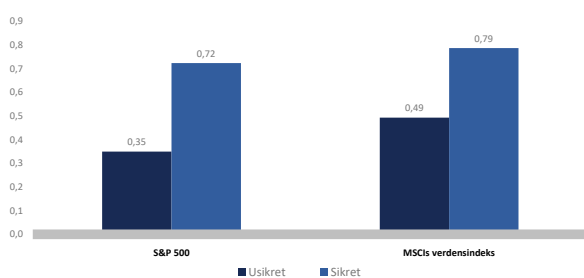
Diversifisering handler om korrelasjon, slik også solvenskravene legger til grunn. Både regulatorisk og finansielt er det derfor interessant å undersøke korrelasjonen mellom norske og globale aksjer.

For årene 2003–2002 finner vi en korrelasjon mellom hovedindeksen OSEBX og S&P 500 på 0,72, vel å merke valutasikret. Mot verdensindeksen er den tilsvarende korrelasjonen hele 0,79. Disse tallene forteller at Oslo Børs typisk faller når børsene ute faller.

Se så hva som skjer om vi ser på usikrede investeringer: Korrelasjonen mot S&P 500 faller til 0,35, mens vi mot verdensindeksen reduserer den til 0,49. Det betyr at en usikret investering i globale aksjer gir en vesentlig bedre diversifisering for en investor som ellers har en stor andel av sine investeringer i norske aksjer.

Det viser også hvordan diversifiseringseffekter kan bidra til å dempe kapitalkrav-effekten av å sitte usikret i utenlandske aksjer. Den finansielle logikken er, som vi har sett, enkel: Når norske aksjer faller, vil en fallende kronekurs dempe fallet i de utenlandske plasseringene.

Valutasikring gir dårligere diversifisering



Korrelasjon med OSEBX siden desember 2003. Kilde: FactSet, Pareto Asset Management

Forsterket diversifisering

Så langt har vi tatt utgangspunkt i indekser, som et uttrykk for hele det aktuelle aksjemarkedet. Slik sett vil alt ovenfor også gjelde indeksfond, med noen små modifikasjoner for kostnader og ufullstendig indekskopiering. For aktivt forvaltede aksjefond eller egne porteføljer vil det kunne se vesentlig annerledes ut.

Et nærliggende eksempel har vi i våre egne fond Pareto Aksje Norge og Pareto Global. Sistnevnte er konstruert nettopp for å være et egnet komplement til det norske fondet, blant annet ved at det ikke investerer i

oljeaksjer. Og for ordens skyld: Det er ikke valutasikret. Nåværende forvaltning har historikk fra begynnelsen av 2008, så dette blir starten for våre beregninger.

Altså: Fra inngangen til 2008 har den norske hovedindeksen en korrelasjon med S&P 500 på 0,76. Med verdensindeksen blir korrelasjonen hele 0,81.

Mellom våre to aksjefond, derimot, er det en korrelasjon på bare 0,53. Denne kombinasjonen byr altså på en vesentlig bedre diversifisering enn en kombinasjon av indeksfond hjemme og ute. Hvis vi forutsetter at investor har plassert sine norske aksjekroner i et indeksfond, gir Pareto Global en litt høyere korrelasjon, på 0,57 – men fortsatt klart lavere enn de respektive indeksene.

Vi får tro at det også er andre globale fond som har de samme egenskapene, selv om vi ikke kjenner til at noen er konstruert så spesifikt for å tilby diversifisering.

Kostnader ved valutasikring

I to tidligere utgaver av Paretos Aktuelle har vi analysert kostnaden for valutasikring, som vi for perioden 2014–2021 anslo til oppunder 1,4 prosent p.a. Dette sier ikke nødvendigvis noe om forventet sikringskostnad. Den faktiske prisen er blant annet en funksjon av forskjellen mellom rentenivåene i markedene vi ønsker å valutasikre til og fra. Og det er grunn til å tro at spesielle forhold rundt utbruddet av pandemien i mars 2020 bidro til å øke denne kostnaden.

Men også det er relevant for forståelse av risikoen. Ved større bevegelser i valutamarkedet vil det være utfordrende å sørge for presis valutasikring, siden disse posisjonene ikke rulleres kontinuerlig. Man vil da være systematisk på etterskudd med rebalansering av sikringen, og det har en kostnad enten norske kroner styrkes eller svekkes – slik vi så i mars 2020.

Med andre ord: Den faktiske kostnaden er høyere i turbulente tider, da man tvert imot kunne ønske at den var lavere. Også det representerer en risikoøkning som etter vår erfaring er dårlig forstått.

Svingninger i sikringskostnaden underbygger således vårt poeng i dette nyhetsbrevet: Det som ser ut som et grep for å redusere risikoen, medfører i virkeligheten klart høyere risiko.

Og da har vi overhodet ikke trukket veksler på etterpåklokskap. Gitt at nesten halvparten av de globale aksjainvesteringene i vår database er investert i valutasikrede aksjefond, har de gått glipp av betydelige summer i løpet av de siste årenes kronesvekkelse. Om sikring er gjort på bakgrunn av anslag på fremtidige valutakurser, er dette noe som kunne ha gått begge veier. Om det derimot er gjort for å begrense risikoen, hvilket vi tror de aller fleste har gjort, kan det altså ha vært basert på en misforståelse. Den håper vi nå å ha bidratt til å oppklare.

Månedens ESG

ESG-analyse av enkeltsselskaper

Pareto Asset Management har nettopp publisert vår halvårslige rapport om ansvarlige investeringer («RI-rapporten»). Noen av temaene i rapporten har vi diskutert i tidligere versjoner av Paretos Aktuelle, men det er også en del materiale som vil være nytt for leseren.



Vi oppfordrer til å lese gjennom rapporten for å få en oppdatering på ESG-arbeidet vårt og dagsaktuelle temaer: [Responsible Investments 2-2023](#)

En selskapscase

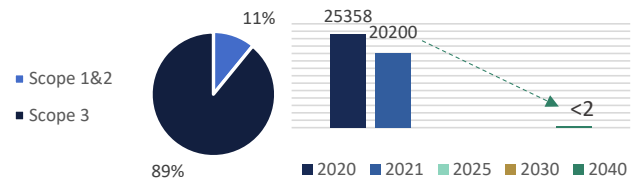
Noe vi tidligere ikke har diskutert i Paretos Aktuelle, er hvordan vi angriper ESG-analysen av enkeltsselskaper. På side 6 til 9 i RI-rapporten beskriver vi et praktisk eksempel for Ørsted, et av verdens største selskaper innen fornybar energi.

ESG-analyseprosessen starter med datainnhenting og kontroll av datakvalitet. Som vi tidligere har beskrevet er selskapenes rapportering best innen scope 1 og 2-utslipp, mens de største utslippene gjerne kommer via scope-3 kanalen. I Ørsted-eksempelet kommer om lag 80 prosent av utslippene fra sistnevnte. Scope 3-kanalen består av 15 underkategorier som beskrevet i den omtalte teksten i RI-dokumentet. Selskapene har ulik praksis på rapportering for disse underkategoriene. En viktig oppgave for ESG-analytikeren er derfor å vurdere både hva som er rapportert og

hva som ikke er rapportert.

Selskapets dekarboniseringsbane

Et videre viktig element i ESG-analysen er å studere selskapets målsatte og oppnådde dekarboniseringsbane:



In 2021, Ørsted became the first energy company in the world and one of only seven companies worldwide – to have a target of reaching net-zero emissions across our full value chain (scope 1-3) by 2040 validated by the SBTi

Ørsted har klare mål for hvordan selskapets karbonutslipp skal reduseres over tid, og Pareto Asset Management følger jevnlig med på hvordan selskapet klarer å levere på målene.

EU-taksonomien og øvrig rapportering

Stadig økende rapporteringskrav for selskapene under EU-taksonomien gir også god informasjonsinput til ESG-analytikeren. I RI-rapporten viser vi til visse nøkkeltall for Ørsted under denne standarden.

Fremover kommer det, som beskrevet i Paretos Aktuelle forrige måned, en rekke mer detaljerte selskapsrapporteringer på ESG-området. Disse vil gi oss verdifull innsikt når vi skal foreta vår interne ESG-rating av de ulike selskapene.

Måloppnåelse

Den viktigste delen av ESG-analysen er imidlertid å følge selskapene over tid og tracke hvordan de klarer å levere på sine ESG-mål. Vi gir et innblikk i hvordan vi følger opp dette for Ørsted i RI-dokumentet.

På kort sikt er det viktigste momentet å følge utviklingen for selskapets karbonutslipp sett opp mot målsetningene. Men ESG-analysen vil ikke være fullt dekkende uten at også andre ESG-parametre er tracket.

Bærekraftsbidrag

Når vårt SFDR artikkel 9-fond Pareto ESG Global Corporate Bond skal investere i enkeltobligasjoner, må det identifiseres positive bærekraftsbidrag fra selskapet, samtidig som aktivitetene ikke bidrar negativt til andre bærekraftsmål. Nedenfor er en summarisk oversikt over de positive bærekraftsbidragene for Ørsted.

SUSTAINABLE CONTRIBUTION

- Orsted develops, constructs, and operates offshore and onshore wind farms, solar farms, energy storage facilities, and bioenergy plants, and provides energy products to its customers
- Orsted contributes to the Environmental objective of the fund



RENEWABLE ENERGY SUPPLY



BIODIVERSITY SAFEGUARD



ENV. SOCIAL SOLUTION

Intern ESG-rating

Selskapenes egne rapporteringer på ESG-området er i dag uensartede og ufullstendige. Vi finner også at analyser fra ESG-ratingbyråer gir en dårlig oversikt over ulike selskapers ESG-fotavtrykk. Altså finner vi det nødvendig å foreta en fullstendig intern ESG-rating av selskapene før vi investerer. Spesielt for vårt SFDR artikkel 9-fond Pareto ESG Global Corporate Bond er det et ufravikelig krav om slik intern rating for alle enkeltinnehav i fondet. Nedenfor er en oppsummering av vår interne rating i selskapseksempellet for Ørsted.

Bond Ticker	ORSTED 5.25 12/08/3022 REGS Corp
Short Name	ORSTED A/5
Event Date	28/11/2022
Analyst	Nawel Boukedroun



Additional Tickers:	Additional Ticker	Additional Ticker	Additional Ticker	Additional Ticker	Additional Ticker
----------------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------

ESG Assessment

ESG Assessment	
Environmental	+
Social	+
Governance	+
Svanen ESG Scorecard	(+) Outperform (Strong)

Orsted is a leading company in Denmark developing operation of offshore wind farms, solar farms, energy storage facilities and bioenergy plants. The company was renamed Orsted from DONG (Danish Oil and Natural Gas) energy in 2017 after selling of its upstream oil and gas production becoming a renewable energy company. The company has operations in Germany, the Netherlands, Taiwan, US and the UK.

Månedsutvikling

Absolutte avkastningstall pr. 31.12.2023

(Annualisert for perioder > 1 år)	Absolutt avkastning				Absolutt risiko			SFDR
	Hiå.	3 år	5 år	Fra oppstart	St avvik 5 år	St avvik oppstart	Oppstart dato	
Pareto Likviditet C	5,6 %	2,6 %	2,3 %	3,3 %	0,6 %	0,7 %	27.09.1999	Art.8
Pareto Obligasjon C	6,9 %	3,1 %		3,1 %		1,8 %	25.02.2020	Art.8
Enter Klimatfokus Rånta D	5,7 %	1,5 %	1,4 %	1,4 %	2,6 %	2,6 %	14.12.2010	Art.9
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK	9,6 %	5,3 %	4,9 %	4,6 %	8,9 %	7,7 %	15.05.2017	Art.8
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK	9,9 %	1,0 %	3,0 %	2,5 %	7,7 %	6,4 %	15.08.2016	Art.9
Pareto Aksje Norge I	11,3 %	13,5 %	11,6 %	12,2 %	19,1 %	18,9 %	06.09.2001	Art.8
Pareto Global I	23,5 %	15,3 %	17,6 %	11,4 %	13,8 %	14,3 %	31.12.2007	Art.8

Inception for I-klassen er 2017-05-15. Bruker B-klasse tall fra oppstart, siden det er historikk fra 2015

Inception for I-klassen er 2021-09-23. Bruker D-klasse tall for 5 års historikk og fra oppstart, siden det er historikk fra 2015

Relative avkastningstall pr. 31.12.2023

(Annualisert for perioder > 1 år)	Relativ avkastning				Relativ risiko		
	Hiå.	3 år	5 år	Fra oppstart	TE 5 år	TE oppstart	Indeks
Pareto Aksje Norge I	0,1 %	5,7 %	1,8 %	3,2 %	6,7 %	8,6 %	OSEFX
Pareto Global I	-4,5 %	1,7 %	1,1 %	0,6 %	5,8 %	6,1 %	NDDUWI

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

Fondskommentarer og nøkkelinformasjon

Fond		SFDR klassifisering	Månedrapport	Nøkkelinformasjon	SFDR fondserklæring
Pareto Likviditet C	Investerer i rentebærende verdipapirer tilsvarende investment grade (minimum BBB-)	art. 8	Klikk her	Klikk her	
Pareto Obligasjon C	Renteforvaltning basert på fundamental analyse som investerer i verdipapirer med god kredittkvalitet	art. 8	Klikk her	Klikk her	
Enter Klimatfokus Rånta D	Aktivt forvaltet rentefond som investerer i bærekraftige obligasjoner utstedt av selskaper med god kredittkvalitet	art. 9	Klikk her	Klikk her	Klikk her
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK*	Konservativ nordisk high yield med kort rente- og kreditturasjon	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK**	En pionér innen globale ESG high yield obligasjoner	art. 9	Klikk her	Klikk her	Klikk her
Pareto Aksje Norge I	Verdiinvestor i næringer der Norge har konkurransefortrinn	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her
Pareto Global I	Verdiinvestor i globale høykvalitets-selskaper med ledende ESG-profil	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her

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

