

Paretos aktuelle

Desember 2023

Pensjonskassens aksjeinvesteringer

Denne måneden ser vi nærmere på utviklingen for aksjefondene pensjonskassene faktisk er investert i.

Du kan ikke forbedre det du ikke måler

Ser nærmere på ny lovgivning innen bærekraft, slik som EUs taksonomi eller offentliggjøringsforordningen (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR)

Utvalgte fond

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



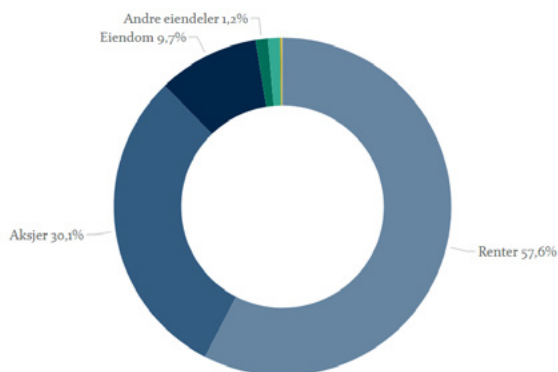
Månedens finansielle

Pensjonskassenes aksjeinvesteringer

I forrige måneds Paretos Aktuelle diskuterte vi på mer teoretisk grunnlag betydningen av kapitalstrømmer i aksjemarkedene. Vedvarende kapitalflyt til indeksfond i årene etter finanskrisen har gitt sine utslag. Denne måneden tar vi en mer praktisk vinkling, ved å studere utviklingen for aksjefond pensjonskassene faktisk er investert i.

Aksjeallokering

Totale eiendeler i vår pensjonskassedatabase ble ved utgangen av 2022 målt til 442 milliarder kroner. Av dette var 133 milliarder kroner, eller 30 prosent, investert i aksjer som aktivaklasse.

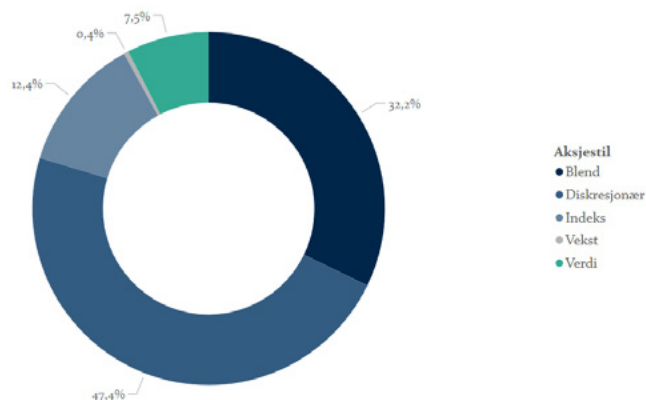


Vi har splittet aksjeinvesteringene opp på norske aksjer og globale aksjer, samt emerging markets og aksjehedgefond. Her kan vi notere at volumet i norske aksjer (41 mil-

liarder kroner) representerer under halvparten av volumet i globale aksjer (85 milliarder). Forskjellen tilsvarer interessant nok nesten omtrent eksponeringen i eiendom, som vi forrige måned oppgav til 46 milliarder kroner. Vi kan formodentlig ta dette som uttrykk for en ambisjon om en balansert eksponering. Da holder vi investeringer i renteinstrumenter utenfor. Videre tar vi et dypdykk i den norske og globale aksjeeksponeringen.

Norske aksjer

Fra vår database finner vi følgende oppsplitting av den norske aksjeforvaltningen på ulike stilarter. Hele 47 prosent var investert i enkeltaksjer, 12 prosent i indeksfond, 32 prosent i blend-fond og rundt 8 prosent i verdiorienterte fond.



Aksjestil
● Blend
● Diskresjonær
● Indeks
● Vekst
● Verdi

De færreste pensjonskasser rapporterer hvilke enkeltaksjer de er investert i. Beregning av avkastning på enkeltaksjer er derfor ikke mulig. Fra pensjonskassenes noter i årsrapportene har vi imidlertid oversikt over fondsplasseringer, og kan følge utviklingen for disse via Bloomberg. Altså kan vi følge nærmere med på utviklingen for fondsplasseringene, som utgjør ca. 53 prosent av de totale norske aksjeplasseringene. Her er mye interessant informasjon i vår database.

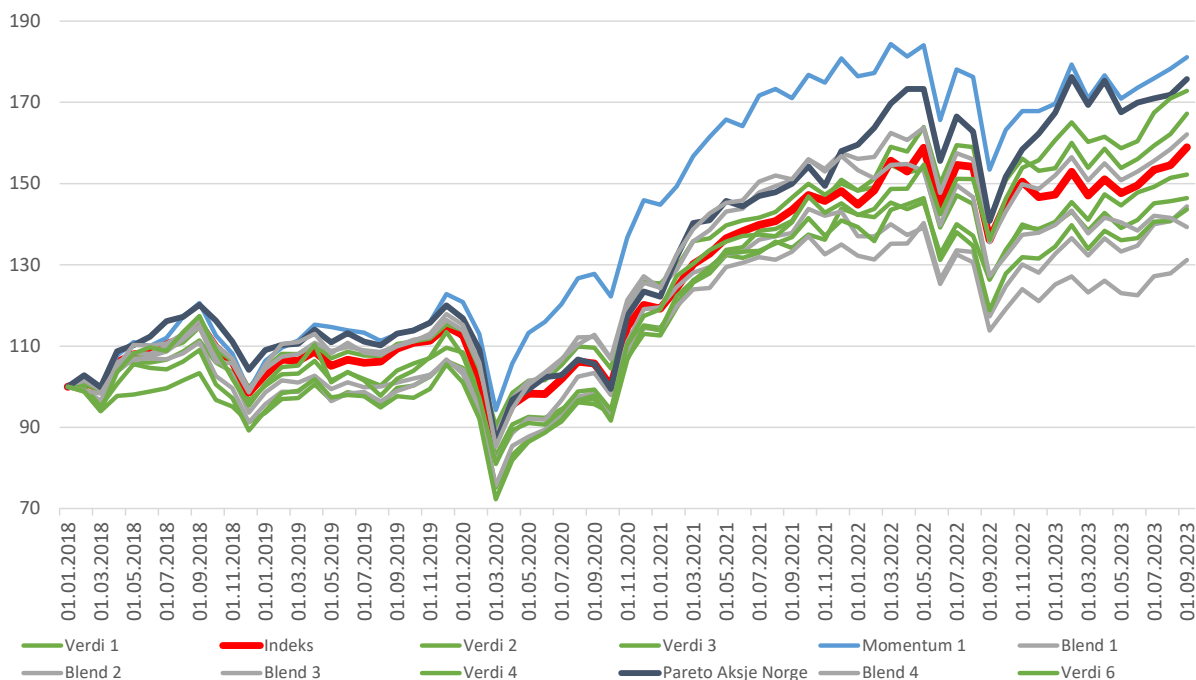
Grafen nedenfor viser utviklingen for 12 av de mest brukte norske aksjefondene, fra januar 2018. Disse fondene representerer 97 prosent av alle norske pensjonskassers fondsplasseringer i norske aksjer med et plasseringsvolum på nærmere 21 milliarder kroner. Grafen viser både at fondene utvikler seg etter et noenlunde likt mønster, og at det likevel blir ganske store avkastningsforskjeller over tid.

mot indeksfondene, mens 41 prosent av kapitalen var plassert i fond med meravkastning.

- Kun 18 prosent av kapitalen i aktive fond var investert i de tre fondene som hadde en årlig meravkastning på 1,5 prosent eller høyere.
- 48 prosent av kapitalen i aktive fond var plassert i de fem fondene som ga en årlig mindreaktning på 1,5 prosent eller mer.

Vi har ikke historikk som gjør det mulig å beregne pensjonskassenes aggregerte mer- eller mindreaktning i løpet av disse årene, men de to siste punktene tilsier at valg av aktive fond kunne ha slått gunstigere ut.

Norske aksjefond akkumulert (Jan.18-okt.23)



Bortsett fra vårt eget fond, Pareto Aksje Norge (i mørk blå), har vi anonymisert navnene på de øvrige fondene. Vi skiller imidlertid på fondene ut fra stilkaraktistika i Morningstar. I grafen bruker vi ulike fargekoder for fond med karakteristika som indeks, verdi, blend eller momentum.

Når vi begynner å grave i statistikk over pensjonskassekapitalen i disse fondene, finner vi blant annet følgende karakteristika:

- 72,5 prosent av disse fondsplasseringene var i aktive fond, mens 27,5 prosent var i indeksfond.
- Det er 11 aktive fond i grafen. Fem av disse hadde meravkastning mot indeksfondet, mens seks hadde mindreaktning.
- Av kapitalen i de aktive fondene var 59 prosent investert i fond som i denne perioden ga mindreaktning

Globale aksjer i Pareto-databasen

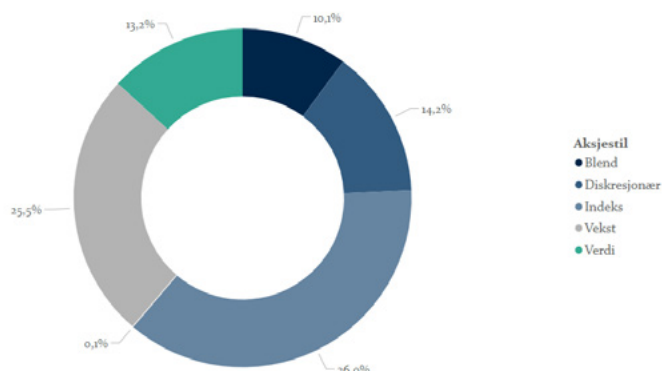
I vår database var det ved utgangen av 2022 en eksponering på omkring 83 milliarder kroner i globale aksjer. Alternative investeringer som private equity og aksjehedgefond inngår ikke i dette tallet; de utgjorde i tillegg ca. 14 milliarder kroner.

Av summen på 83 milliarder kroner var ca. 9 milliarder plassert i enkeltaksjer og de resterende 74 milliarder i fond. Indeksfond utgjorde ca. 33 milliarder og aktive globale fond ca. 41 milliarder.

Dersom vi deler opp plasseringene på en litt annen måte, finner vi at ca. 54 milliarder var investert i brede globale mandater (indeks eller aktive globale fond), mens 29 milliarder var i regionale mandater eller nisjefond.

Fordelt på stilarter var omkring 37 prosent av den globale

aksjeeksponeringen plassert i indeksfond, 14 prosent i enkeltaksjer, 10 prosent i blend-mandater, 26 prosent i vekst-fond og 13 prosent i verdiorienterte fond.

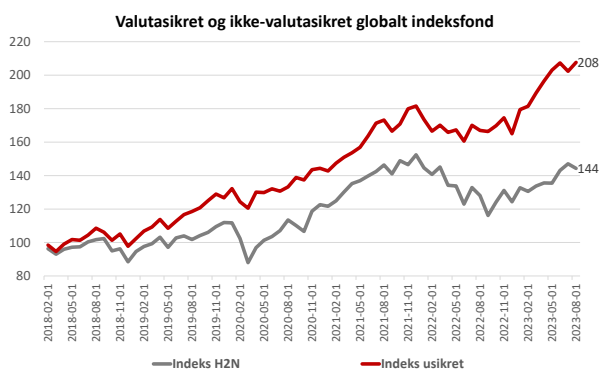


Valutasikring av globale aksjer

I løpet av det siste året har vi erfart større interesse og mer diskusjon om valutasikring av globale aksjer. Ser man på andelen av globale aksjefond som er valutasikret, er det ikke overraskende at diskusjonen kommer opp.

I databasen har vi registrert hvilke globale aksjefond som er valutasikrede, og finner at nesten halvparten av de globale aksjeinvesteringene, eller ca. 38 milliarder kroner, er investert i valutasikrede aksjefond. I tillegg vet vi at en del pensjonskasser terminsikrer utenfor fondene for å valutasikre plasseringer i ikke-valutasikrede fond. Samlet anslår vi grovt at omkring 2/3 av pensjonskassenes globale aksjeplasseringer er valutasikret til norske kroner.

I Paretos Aktuelle i november 2022 tok vi et dypdykk i tekniske forhold tilknyttet valutasikring av aksjer. I vår pensjonskassedatabase har vi noe kortere tidsserier for fondene enn i valutagjennomgangen, men det samme mønsteret går igjen. Nedenfor representert ved forskjellen på et valutasikret og ikke-valutasikret indeksfond.



Målt fra januar 2018 og ut august 2023 var det i alt 63 prosentpoeng høyere avkastning i det ikke-valutasikrede indeksfondet (rød linje) enn i den valutasikrede versjonen av samme fond (grå linje).

Ja, i denne perioden falt verdien av norske kroner. Men dette forklarer langt fra hele forskjellen. Gjennom disse

årene styrket den globale valutakurven seg med om lag 30 prosent mot norske kroner. Altså er en urovekkende stor andel av avkastningsforskjellen ikke direkte forklart ved valutabevegelsene. Dette representerer følgelig kostnader ved valutasikring på ulike vis. Målt som årlig gjennomsnitt får vi samlede sikringskostnader på omtrent 1,4 prosent.

Det er mange årsaker til denne høye kostnaden. Gebyrer til banken for sikringsforretningene er bare en liten del av det. Den faktiske kostnaden avhenger av rentedifferansen mellom norske kroner og valutaen man sikrer mot. I tillegg vil tilnærmet full sikring kreve en stadig rebalansering, da valutasikringene på et hvert tidspunkt er gjort for et fast beløp, mens underliggende verdier i aksjefondet varierer fortløpende. Dermed er det ikke full match mellom valuta-sikring og underliggende verdier.

I mars 2020 var valutabevegelsene så kraftige at det behøvdes uvanlig store rebalanseringer, med ekstra krav fra bankene om innbetaling av marginer. Dette alene kan ha kostet fire-fem prosent – og forsterket kursfallet i aksjemarkedet.

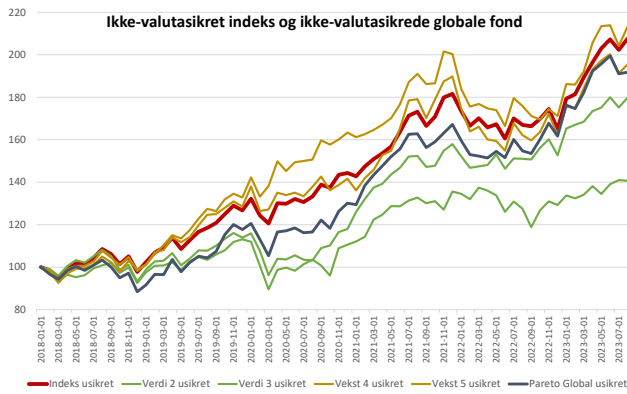
Det finnes ingen generell fasit for forventet sikringskostnad. Hovedsaken er at det ikke er gratis. Følgelig tærer det på den langsiktige risikopremien som man søker å høste i det globale aksjemarkedet. Og det gjøres i et marked som er enda mer effektivt enn aksjemarkedet: I valutamarkedet er det slik at det beste estimatet på morgendagens kurs er dagens kurs. Vi kan derfor ikke forvente noen gevinst av å styre utenom de kortsiktige fluktusjonene.

Dersom en investor likevel av taktiske årsaker skulle ønske å valutasikre deler av den globale aksjeeksponeringen, gjøres dette mer kostnadseffektivt i form av terminsikringer utenfor fondene. Valutasikrede aksjefond fremstår da mer som et alternativ for mindre investorer som ikke har mulighet til å foreta valutasikringene utenfor fondene.

Ikke-valutasikrede aktive aksjefond

La oss se nærmere på den gruppen av globale aksjefond som altså gjorde det best i perioden fra januar 2018: de ikke-valutasikrede aksjefondene. Et usikret indeksfond vises i den røde linjen. Avkastningen til indeksfondet sammenligner vi med vårt eget fond i mørkeblått, to verdiorienterte fond i grønt og to vekstorienterte fond i mørkere gult.

Pensjonskassene hadde ved utgangen av 2022 en eksponering på ca. 6 milliarder kroner i ikke-valutasikrede globale indeksfond, samt noe over 5 milliarder investert i de aktive fondene i denne grafen.



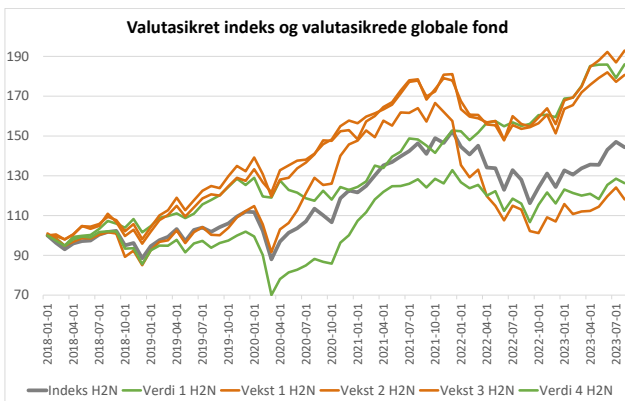
sikring har vært, og sannsynligvis vil fortsette å være, en mer utslagsgivende faktor for avkastningen enn valg av forvalter og fond.

Nå er det vel slik at hensynet til avkastningen sjelden er utslagsgivende for valg av valutasikring; de fleste gjør det for å redusere risikoen. Om valutasikring faktisk reduserer risikoen, er temaet for neste måneds versjon av Paretos Aktuelle.

Vekst er den stilarten som leverte best over disse årene. Dermed ser vi at de to vekstorienterte fondene kom best ut av de aktive fondene. Merk at også valutamarkedet kan spille en rolle her, da aktive fond sjelden vil ha samme valutakomposisjon som indeksen. Om de for eksempel har vært overvektet amerikanske aksjer, vil en sterkere dollar mot euro slå positivt ut relativt til mer europeisk orienterte fond.

Valutasikrede aktive aksjefond

Vi har p.t. linket inn fem valutasikrede aktive fond i databasen. Disse fondene hadde et plasseringsvolum på omkring 12 milliarder kroner fra pensjonskassene. Disse aktive fondene sammenligner vi i grafen nedenfor med et valutasikret globalt indeksfond i blå linje. Eventuelle forskjeller vil derfor skyldes valg av verdipapirer og i mindre grad forskjeller i valutaeksponering. Plasseringsvolumet fra pensjonskassene i sikrede globale aksjeindeksfond var ca. 14 milliarder kroner.



Generelt hadde de aktive fondene i grafen en svært god utvikling sammenlignet med indeksfondet, men to aktive fond hadde noe mindreavkastning. Det er også hyggelig å notere at mens pensjonskassene hadde investert om lag 10 milliarder kroner i disse «vinnerfondene» ved utgangen av 2022, var eksponeringen ikke høyere enn 2,2 milliarder i «taperfondene».

Meravkastningen har imidlertid ikke vært høy nok til å kompensere for effekten av den fallende kroneverdien i perioden. Det beste av disse fem valutasikrede fondene hadde akkumulert 15 prosentpoeng svakere avkastning enn et usikret indeksfond. Det illustrerer hvordan valuta-

Månedens ESG

Du kan ikke forbedre det du ikke måler

Som forvaltningsselskap har Pareto Asset Management vært travelt opptatt med å følge opp ny lovgivning på bærekraft, slik som EUs taksonomi eller offentliggjøringsforordningen (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR). Det har vel også stått noen linjer om dette i Paretos Aktuelle.

Fremover faller imidlertid mye av rapporteringsbyrden på våre porteføljeselskaper. Omfattende lovgivning er nå i ferd med å tre i kraft med rapportering som fellesnevner. Mens noen selskaper sannsynligvis vil oppfatte dette som enda en papirmølle, er vi tilbøyelige til å si at det er en papirmølle med et formål. Et par sitater av den avdøde ledelsesguruen Peter Drucker oppsummerer det fint:

"You can't improve what you don't measure."

Og:

"What gets measured gets managed:"

Poenget er at selve jobben med å produsere og offentliggjøre disse dataene vil anspore selskapene til å bli bedre på nettopp det de måler og rapporterer. Innsikten i disse sitatene har blitt bekreftet igjen og igjen – og vil bli det denne gangen også, tenker vi.

Her er en rask oversikt:

EUs direktiv om bærekraftsrapportering (**Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD**) går mye lengre enn sin forgjenger, redegjørelsen om samfunnsansvar (Non-Financial Reporting Directive, NFRD). Den vil gå i bredden og dybden på offentliggjøring som kreves i annen bærekraftslovgivning. Selskaper som omfattes vil måtte rapportere på et større sett av bærekraftsdata for miljø, sosiale faktorer og selskapsstyring.

Direktivet vil tre i kraft i EU fra 1. Januar 2024 og forventes å bli vedtatt med effekt fra samme dato i Norge. Større selskaper omfattes først, og så blir suksessivt mindre selskaper omfattet helt frem til 2028.

I forlengelsen av dette får vi også **European Sustainability Reporting Standards (ESRS)**. Disse vil gjelde alle selskaper som er underlagt CSRD og trer ventelig i kraft samtidig. De omfatter næringslivets miljømessige, sosiale og styringsmessige dimensjoner, med et tydelig rammeverk for rapportering. Dette understreker betydningen av å måle og offentliggjøre påvirkningen som forretningsdriften har på miljøet.

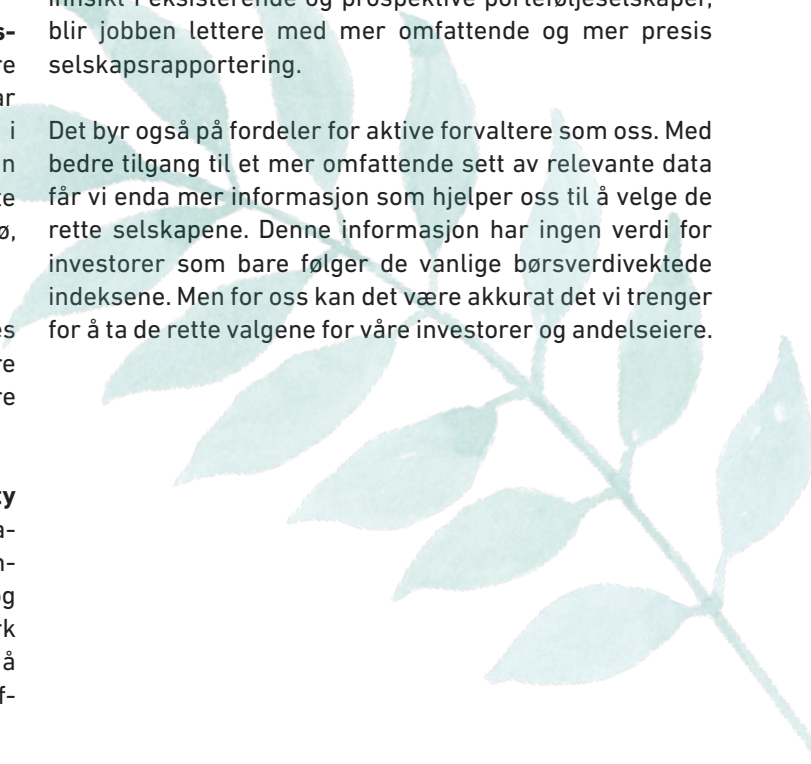
Så har vi EUs **Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)**. Her introduseres krav til aktsomhetsvurderinger og en forpliktelse til å identifisere, forhindre og avhjelpe negative konsekvenser for menneskerettigheter og miljøet av forretningsdriften og verdikjeden. Dette ekstra laget av bærekraftsrapportering legger vekten på proaktiv identifikasjon og håndtering av risiko.

Det er ikke så ulikt den norske **Åpenhetsloven**, men inkluderer altså miljøfaktorer i tillegg til menneskerettigheter og arbeidsmiljøforhold. Direktivet ventes å tre i kraft i EU til våren, mens det gjenstår å se når det innarbeides i norsk lovgivning.

Det er høyst forståelig om du ikke umiddelbart ser forskjell på disse ulike delene av lovgivningen. Poenget er rett og slett at mye mer informasjon – både mer presis og mer relevant – vil produseres og rapporteres av selskapene som omfattes. Siden mye av dette er tilpasset institusjonelle investors behov og rapporteringskrav, vil det sannsynligvis stimulere tilsvarende rapportering fra amerikanske selskaper som ønsker å tiltrekke seg europeiske investorer.

For Pareto Asset Management er det også en gunstig utvikling. For oss, som hele tiden arbeider for å få dypere innsikt i eksisterende og prospektive porteføljeselskaper, blir jobben lettere med mer omfattende og mer presis selskapsrapportering.

Det byr også på fordeler for aktive forvaltere som oss. Med bedre tilgang til et mer omfattende sett av relevante data får vi enda mer informasjon som hjelper oss til å velge de rette selskapene. Denne informasjon har ingen verdi for investorer som bare følger de vanlige børsverdivektete indeksene. Men for oss kan det være akkurat det vi trenger for å ta de rette valgene for våre investorer og andelseiere.



Utvalgte fond

Absolutte avkastningstall pr. 30.11.2023

(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	4,9 %	2,4 %	2,2 %	3,3 %	0,6 %	0,7 %	27.09.1999	Art.8
Pareto Obligasjon C	6,0 %	2,8 %		2,9 %		1,7 %	25.02.2020	Art.8
Enter Klimatfokus Rånta D	5,7 %	1,6 %		1,4 %		2,6 %	14.12.2018	Art.9
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK	8,1 %	5,2 %	4,5 %	4,4 %	8,9 %	7,8 %	15.05.2017	Art.8
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK	7,0 %	1,2 %	2,2 %	2,2 %	7,6 %	6,4 %	15.08.2016	Art.9
Pareto Aksje Norge I	9,0 %	14,6 %	9,7 %	12,2 %	19,3 %	19,0 %	06.09.2001	Art.8
Pareto Global I	25,0 %	17,0 %	15,8 %	11,5 %	14,5 %	14,3 %	31.12.2007	Art.8

Relative avkastningstall pr. 30.11.2023

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



