

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev 5 - 2026

FINANS

Aksjeandelen mindre viktig?

Hva forklarer avkastningsforskjellene mellom ulike pensjonskasser? Vi har analysert tallene til 15 av de 20 kommunale pensjonskassene for bedre innsikt. I det følgende går vi gjennom et anonymisert eksempel for to av ordningene.

Ofte antas det at aksjeandelen er avgjørende for den relative avkastningen. Mye ressurser brukes derfor på å vurdere hensiktsmessig aksjeandel og ulike aksjestrategier. Muligens blir andre aktivaklasser noe neglisjert, eller mer tilfeldig håndtert.

Som vi viser her, har nemlig andre faktorer vært langt viktigere. Hovedbudskapet fra studien vi presenterer, er at særlig renteforvaltningen har vært avgjørende for de samlede leveransene. Der gir dessuten solvensregelverket større handlingsrom for individuelle tilpasninger.

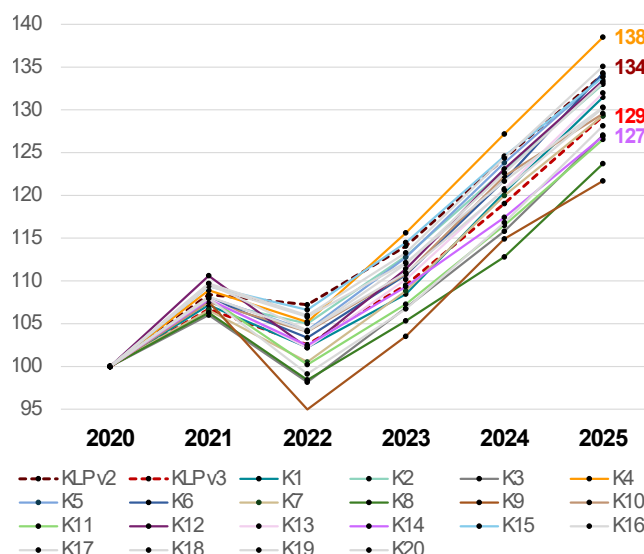
Datastudien

Vi har valgt å studere avkastningen de siste fem årene, altså 2021-2025. Ved å starte analysen i 2021 får vi både med oss en periode med høyere inflasjon (2021-2022), et nedgangssår i finansmarkedene (2022), og tre år med solid avkastning (2023-2025).

Akkumulert verdijustert avkastning for de 20 ordningene, samt for KLP, vises i grafen nedenfor. Vi har markert sluttverdien for fire av disse. For KLP viser vi både utviklingen for verdijustert avkastning II (KLP v2, burgunderrød) og verdijustert avkastning III (KLP v3, lys rød).

De to kommunale pensjonskassene vi har uthevet er anonymiserte. Den første er ordningen som gjorde det best over perioden (K4, oransje). Den andre er en tilfeldig valgt ordning blant de som har gjort det noe svakere (K14, lilla).

Verdijustert avkastning - kollektivporteføljen



Kilde: Pareto Asset Management, pensjonsordningenes årsrapporter, pensjonskassenes egen innberetning

Over femårsperioden hadde K4 akkumulert avkastning på 38,5 prosent, sammenlignet med 26,9 prosent for K14. Det er denne differansen på oppunder 12 prosentpoeng vi søker å dekomponere.

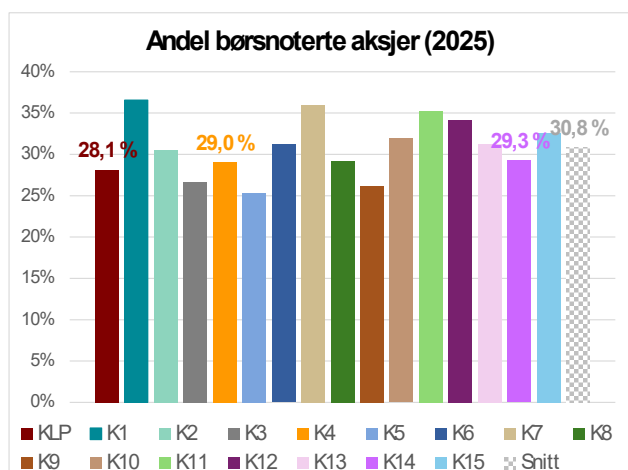
Aksjeandel

Det viktigste rasjonale for å etablere en pensjonskasse er potensial for høyere avkastning, og gjennom det lavere pensjonskostnader. Tankesettet går fort i retning av at det er viktig å holde en høy og konkurransedyktig aksjeandel.

Det som imidlertid viser seg fra vår analyse, er at det ikke nødvendigvis er ordningene med de høyeste aksjeandelene som har gjort det best. Det til tross for sterk aksjeoppgang over den aktuelle femårsperioden.

For de kommunale ordningene har vi allokering- og avkastningstall på aktivaklassenivå for KLP og 15 av pensjonskassene. I grafen nedenfor viser vi aksjeandelene for 2025. Som vi ser, er det marginale forskjeller mellom KLP og de to aktuelle pensjonskassene, noe som også har vært bildet over hele femårsperioden.

Hele 11 av disse 15 pensjonskassene hadde noe høyere, eller markert høyere aksjeandeler, enn K4. Likevel var det altså K4 som kom klart best ut.



Kilde: Pareto Asset Management, pensjonsordningenes årsrapporter, pensjonskassenes egen innberetning

Dette sier oss at aksjeandeler, og aktivaallokering for øvrig, i overraskende liten grad har vært avgjørende for forskjeller i avkastning. Da er det desto mer interessant å grave i de faktiske årsakene til den ulike avkastningen.

Som nevnt innledningsvis ligger mye av forklaringen i hvordan rentebærende investeringer har blitt håndtert. Renteinstrumenter utgjør jo en vesentlig andel av den totale forvaltningen.

Avkastningsleveranser

Vi starter med å sammenligne avkastningen pr. aktivaklasse. Det var en sterk femårsperiode i aksjemarkedene, med over 11 prosent årlig avkastning for alle tre. Også eiendom ga god avkastning, men her var det større forskjeller ordningene imellom. Rentebærende aktiva ga lavere avkastning, hvor spesielt leveransene til K14 skilte seg ut på den svakere siden.

Avkastning pr. segment, 2021-2025	KLP	K4	K14
Aksjer og alt. inv.	76 %	68 %	68 %
Eiendom	31 %	56 %	21 %
Rentebærende	16 %	22 %	8 %

Kilde: Pareto Asset Management, pensjonsordningenes årsrapporter, pensjonskassenes egen innberetning

Når vi ser at de tre ordningene hadde nokså lik aksjeandel, samtidig som variasjonen i avkastning ikke var spesielt stor (lik aksjeavkastning for K4 og K14), er det klart at aksjeforvaltningen i liten grad har bidratt til de akkumulerte avkastningsforskjellene.

Mellom K4 og K14 var det snakk om en forskjell i total avkastning på nesten 12 prosentpoeng. Dette er primært forårsaket av forvaltning innen eiendom og rentebærende aktiva.

Eiendom peker seg ut i tabellen, med en forskjell i avkastning på 35 prosentpoeng mellom K4 og K14. Ordningene har hatt noe forskjellige andeler i eiendom, men dersom vi tar utgangspunkt i en allokering på 10 prosent, tilsier det et relativt avkastningsbidrag rundt 3,5 prosentpoeng. Det utgjør bare 1/3 av den totale avkastningsdifferansen.

De siste 2/3 av den relative avkastningen har hovedsakelig oppstått på rentesiden. Her er det en avkastningsforskjell på 14 prosentpoeng, samtidig som gjennomsnittlig andel rentebærende var på henholdsvis 54 og 60 prosent for K4 og K14. Det gir ca. 8 prosentpoeng relativt bidrag fra rentebærende investeringer, eller som sagt ca. 2/3 av samlet differanseavkastning.

Brinson-Fachler-attribusjon

For å få frem konkrete størrelser for ulike avkastningsfaktorer har vi i vår analyse benyttet den såkalte Brinson-Fachler-standard for avkastningsattribusjon. Gjennom disse beregningene har vi dekomponert avkastningsforskjellene i ulike grupper: Allokeringseffekt, seleksjonseffekt og samhandlings-effekt. I våre fremstillinger slår vi de to siste gruppene sammen til en samlet seleksjonseffekt.

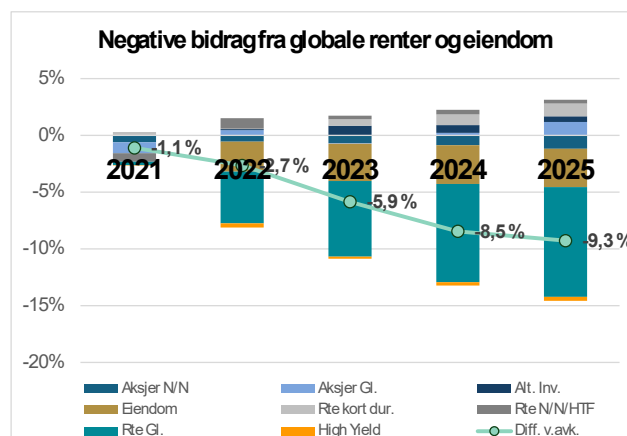
Beregningene i slike attribusjonsanalyser kommer ut forskjellig, avhengig av hvilken referanse man benytter. Her bruker vi avkastningen til den ene pensjonskassen (K4) som referanse. Dessuten har vi foretatt to separate beregninger for henholdsvis totalforvaltningen og bare renteporteføljen.

Attribusjon – totalporteføljen

I grafen nedenfor viser vi summerte aritmetiske bidrag over femårsperioden. Den grønne linjen viser en aritmetisk forskjell i verdijustert avkastning på 9,3 prosentpoeng. Dette kan altså sammenlignes med den geometriske differansen på 11,6 prosentpoeng.

Søylene i diagrammet indikerer hvilke porteføljeelementer som har bidratt til differansene. Som vi ser, har det viktigste bidraget kommet fra eksponering i globale renter. K14 har tapt om lag 10 prosentpoeng relativt til K4 på denne delen av porteføljen alene. Nest viktigste negative faktor er eiendom, med et bidrag på rett over 3 prosentpoeng.

Innen enkelte deler av forvaltningen har K14 skapt meravkastning relativt til K4. Her finner vi blant annet positive bidrag fra globale aksjer, alternative investeringer, og norske renteinvesteringer.

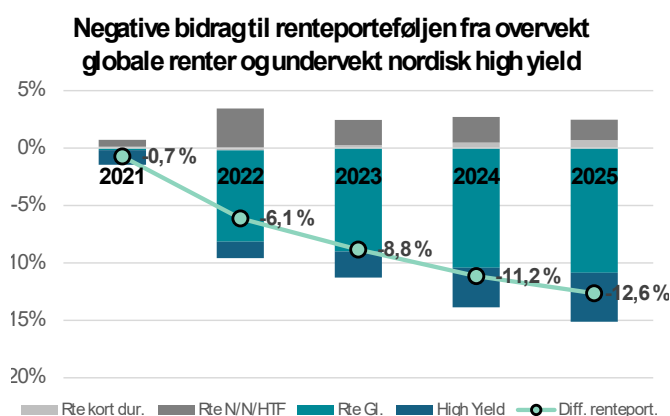


Kilde: Pareto Asset Management, pensjonsordningenes årsrapporter, pensjonskassenes egen innberetning

Vi presenterer ikke beregningene i Brinson-Fachler-attribusjonen her, men stadfester for eksempel at om lag halvparten av utslagene for globale renter forklares av allokering (overvekt for K14 sin del), mens resterende halvdel forklares av seleksjonseffekter (K14 med lavere avkastning enn K4 innen globale renter).

Attribusjon – rentebærende investeringer

Fra våre analyser av de 15 kommunale pensjonskassene er det en gjenganger at rentebærende forvaltning typisk har bidratt til 60-70 prosent av de totale forskjellene i avkastning. Som et eksempel viser vi her beregningen for de isolerte renteporteføljene for K4 og K14 over perioden.



Kilde: Pareto Asset Management, pensjonsordningenes årsrapporter, pensjonskassenes egen innberetning

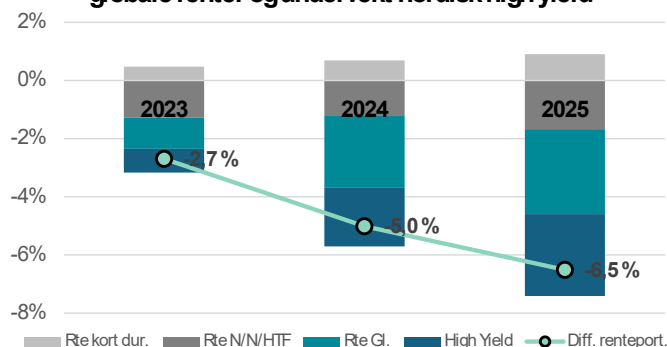
Som grafen viser, har det oppstått store forskjeller innen rentebærende aktiva. Akkumulert måler vi 12,6 prosentpoeng forskjell. Med oppunder 60 prosent av totalporteføljen allokert til denne delen av forvaltningen, er det snakk om et relativt bidrag på ca. 7,6 prosentpoeng til totalporteføljen.

Grafen viser hvor de største relative bidragene i renteforvaltningen har oppstått. Globale renter alene står for omkring 11 prosentpoeng, mens bidraget fra lavere eksponering i nordisk high yield er anslått til 4,3 prosentpoeng. Bidrag fra norske og nordiske renteposisjoner veier positivt, slik at summen blir på 12,6 prosentpoeng.

Rentebærende forvaltning over de siste tre år

På grunn av de relativt ekstreme utslagene fra global renteforvaltning i 2022 har vi gjort tilsvarende beregning fra starten av 2023. Da beregnes de negative relative bidragene fra global renteforvaltning og undervekt nordisk high yield å ha vært omtrent like store.

Siste tre år: Like negative bidrag fra overvekt globale renter og undervekt nordisk high yield



Kilde: Pareto Asset Management, pensjonsordningenes årsrapporter, pensjonskassenes egen innberetning

Fortsatt er det snakk om betydelig mindreakstning for K14 sin del på 6,5 prosentpoeng akkumulert, eller ca. 2,1 prosentpoeng pr. år. Over disse tre årene hadde K14 en mindreakstning for totalforvaltningen på 6,6 prosentpoeng, slik at den rentebærende delen av forvaltningen også her forklarer rundt 60 prosent av mindreakstningen i perioden.

Oppsummering

Vårt formål med denne gjennomgangen er å visualisere viktige bidragsyttere til forskjeller i totalavkastning. Vi avdekker da at aksjeforvaltningen gjerne ikke er hovedforklaringen.

En effekt vi ikke har diskutert her, er at ordninger med høyere aksjeandel tenderer til å bli mer medsykliske. Utslagene for dette er ikke store i den aktuelle femårsperioden, da det var en periode med solid aksjeoppgang. Over en full aksjesyklus, med enkelte større nedgangsperioder, kan det oppstå tydeligere relative bidrag fra aksjebeholdningen i porteføljen. Ordninger som har drevet aksjeandelen for høyt og ikke evner å rebalansere, får medsykliske egenskaper. Ordninger som i større grad har spredd risikotagningen til andre områder enn bare aksjer, kan vise seg mer robuste og vinne ytterligere fortrinn dersom de evner å opptre motsyklisk.

Slik sett er det vår forventning at forskjeller mellom ordningene kan forsterkes i mer turbulente finansmarkeder. Utslagene vil da i større grad komme fra aksjebeholdningen, men årsakene til forskjellene handler fortsatt mer om disposisjonene i den øvrige porteføljen. God forvaltning på andre områder, og mer balansert risikotagning, er det som setter investor i stand til å operere mest mulig effektivt også innen aksjeforvaltningen.

Månedsutvikling

Absolutte avkastningstall pr. 31.09.2026

	Absolutt avkastning				Absolutt risiko		
(Annualisert for perioder > 1 år)	Hiå.	3 år	5 år	Fra oppstart	St.avvik 5 år	St.avvik oppstart	Oppstart dato
Pareto Likviditet C	3,5 %	5,6 %	4,5 %	3,5 %	0,6 %	0,7 %	27.09.1999
Pareto Obligasjon C	2,9 %	6,4 %	5,0 %	4,3 %	1,2 %	1,5 %	11.11.2019
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK*	5,3 %	8,5 %	6,6 %	5,7 %	2,7 %	6,5 %	15.05.2017
Pareto Nordic Credit Opportunities I NOK	7,1 %			10,2 %		1,6 %	13.06.2025
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK**	1,3 %	6,3 %	3,2 %	3,2 %	4,7 %	5,7 %	15.08.2016
Pareto Nordic Equity I NOK	-5,1 %	12,4 %	5,3 %	9,1 %	13,4 %	15,7 %	31.10.2018
Pareto Aksje Norge I	14,6 %	18,9 %	14,5 %	13,0 %	13,2 %	18,2 %	06.09.2001
Pareto Global I	-8,3 %	8,7 %	8,6 %	10,6 %	13,0 %	14,1 %	31.12.2007

*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. 31.09.2026

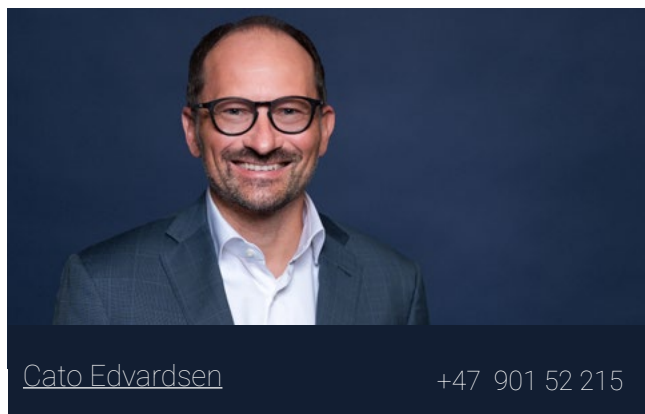
	Relativ avkastning				Relativ risiko		
(Annualisert for perioder > 1 år)	Hiå	3 år	5 år	Fra oppstart	TE 5 år	TE oppstart	Indeks
Pareto Aksje Norge I	-7,1 %	0,3 %	2,9 %	2,9 %	6,3 %	8,4 %	OSEFX
Pareto Global I	-14,6 %	-8,5 %	-5,4 %	-0,9 %	6,1 %	6,2 %	NDDUWI
Pareto Nordic Equity I NOK	-4,9 %	1,9 %	-1,3 %	-2,7 %	5,6 %	9,0 %	VBCNKN

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

Fondskommentarer og nøkkelinformasjon

Fond		Månedssrapport	Nøkkelinformasjon
Pareto Likviditet C	Investerer i rentebærende verdipapirer tilsvarende investment grade (minimum BBB-)	Klikk her	Klikk her
Pareto Obligasjon C	Renteforvaltning basert på fundamental analyse som investerer i verdipapirer med god kredittkvalitet	Klikk her	Klikk her
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK*	Konservativ nordisk high yield med kort rente- og kreditt-durasjon	Klikk her	Klikk her
Pareto Nordic Credit Opportunities I NOK	AIF som investerer i de mest attraktive kreditt-investerings-mulighetene i det nordiske high yield-markedet.	Klikk her	Klikk her
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK**	En pionér innen globale ESG high yield obligasjoner	Klikk her	Klikk her
Pareto Nordic Equity I NOK	Nordisk aksjefond med kvalitets-selskaper som genererer stabil vekst og god avkastning.	Klikk her	Klikk her
Pareto Aksje Norge I	Verdiinvestor i næringer der Norge har konkurransefortrinn	Klikk her	Klikk her
Pareto Global I	Verdiinvestor i globale høykvalitetsselskaper med ledende ESG-profil	Klikk her	Klikk her

Fagansvarlige pensjonskasser og forsikring



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 påvile produktet og/eller kunden. Den skattemessige virkningen avhenger av den enkelte kunders 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 uttalelser. 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.

paretoam.com

Oslo

Dronning Mauds gate 3
t: +47 22 87 87 00
e: post@paretoam.com

Stockholm

Regeringsgatan 48
t: +46 8 402 53 78
e: info.se@paretoam.com

København

Sankt Annæ Pl. 13
t: +45 255 56 364
e: post.dk@paretoam.com

Frankfurt

Brüsseler Strasse 1-3
t: +49 69 333 98 35 22
e: post@paretoam.com

Zürich

Bahnhofstrasse 67
t: +41 78 220 93 13
e: post.ch@paretoam.com