

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev 05 - 2025

Porteføljoptimering

Nylig kom vi over en analyse fra State Street Global Advisors (SSGA), hvor de sannsynliggjør langt mer robuste porteføljegenskaper ved å inkludere high yield som en separat aktivaklasse.

Oppdatering aktuelle Pareto-fond

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



FINANS

Porteføljoptimering

Nylig kom vi over en analyse fra State Street Global Advisors (SSGA), hvor de sannsynliggjør langt mer robuste porteføljegenskaper ved å inkludere high yield som en separat aktivaklasse.

I det følgende vil vi videreformidle deler av denne teksten, men vi vil også oppfordre til å lese den fulle analysen: <https://www.ssga.com/library-content/assets/pdf/global/fixed-income/2024/case-for-evergreen-global-high-yield-fi-insights.pdf>

For vårt formål er det diskusjonen om strategisk allokering vi mener har størst praktisk verdi. Vi har vært i dialog med artikkelforfatteren og prøver i det følgende å videreformidle de viktigste funnene.

Tradisjonell tilnærming til high yield

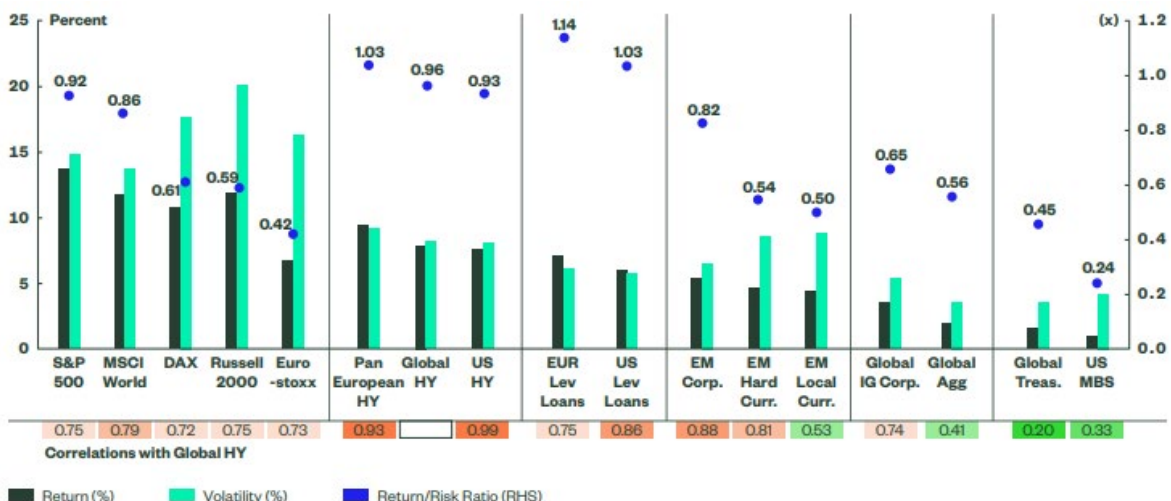
SSGA viser til at mange institusjonelle porteføljer har en forholdsvis beskjeden andel high yield – typisk to til tre prosent – og at dette gjerne ses på som en tak-tisk og mer risikabel komponent i renteporteføljen. De

argumenterer for at high yield burde ha en mer strategisk og permanent plass, og at det heller kan være fornuftig å finansiere dette med reallokering fra aksjer snarere enn fra rentebenet.

SSGA har gjort interessante simuleringer hvor de ser på optimal strategisk allokering ved å gradvis øke andelen high yield – finansiert fra aksjeporteføljen – og samtidig holde investment grade-andelen konstant. Resultatet viser at en viss andel high yield, typisk 10–20 prosent av totalporteføljen, kan øke den risikjusterte avkastningen betydelig. Dette skyldes ikke bare høyere løpende rente, men også lavere samlet porteføljerisiko gjennom diversifisering.

Grunnlag for SSGAs simuleringer

I analysen brukes nøkkeltall for avkastning, standardavvik og korrelasjoner som illustrert i grafen nedenfor. Dette er basert på perioden etter finanskrisen (03-2009 til 08-2024).



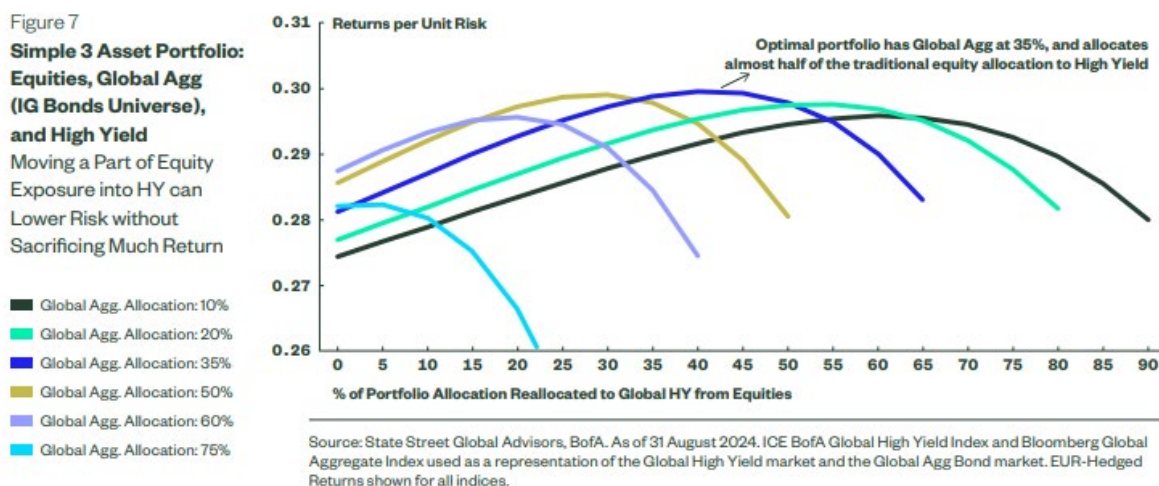
Vi ser at de globale aksjemarkedene ga solid avkastning på 12-14 prosent p.a., mens europeiske aksjer hadde svakere utvikling. High yield leverte 7-9 prosent, og her var det de europeiske universene som presterte best. Global investment grade ga mer moderat avkastning, i området 2-4 prosent. Risikojustert avkastning, gitt ved blå punkter, var høyest for high yield og leveraged loans. Det til tross for meget sterk aksjeavkastning i perioden.

Når det så skal gjøres backtesting av optimale porteføljer, er korrelasjonene mellom aktivaklassene viktige. Tallene for dette er delvis gitt under grafen, hvor korrelasjonen

mellom global high yield og hver enkelt aktivaklasse er notert.

Optimale porteføljer

Med bakgrunn i ovennevnte statistikk har SSGA utført beregninger av optimale porteføljer. De ulike linjene i grafen nedenfor er gjort med faste andeler investment grade. Eksempelvis inneholder den sorte linjen en fast andel investment grade på 10 prosent, mens den lilla linjen har fast andel investment grade på 60 prosent. Av alle disse simuleringene er det den lilla linjen som ligger nærmest den typiske eksponeringen til en standard norsk pensjonskasse.



Kilde: SSGA

Hvordan kan vi fortolke den lilla linjen? På x-aksjen vises andelen aksjer som blir flyttet til global high yield. For x=0 har vi en portefølje bestående av 60 prosent investment grade og 40 prosent aksjer. Det optimale punktet for den lilla linjen er i området 15-20 prosent. Det innebærer at 15-20 prosentpoeng av totalporteføljen reallokeres fra aksjer til high yield. Optimal lilla portefølje er derfor 60 prosent investment grade, 20-25 prosent aksjer og 15-20 prosent high yield – altså med innpå halvparten av den opprinnelige aksjebeholdningen reallokert til high yield.

Alt dette er basert på historiske tall for perioden 2009-2024. Utviklingen de neste årene vil vise hva som ville ha vært den optimale sammensetningen. Gitt en fantastisk periode for aksjer i årene etter finanskrisen er det imidlertid lite som tilsier at aksjer vil gjøre det bedre relativt til andre aktivaklasser. Mye tyder derfor på at rådet om re-allokering fra aksjer til high yield vil stå seg også på lang sikt. Tenk på high yield mer som en strategisk eksponering mer enn en kortsiktig taktisk bidragsyter.

Implikasjoner for en norsk pensjonskasse

Disse resonnementene har relevans også for norske pensjonskasser. Men i stedet for globale high yield-markeder med lengre rentedurasjon, høyere kapitalkrav og høyere korrelasjon med aksjemarkedene, mener vi at nordisk high yield er et bedre alternativ i et solvensrammeverk. Dette skyldes flere forhold:

- Lavere rentedurasjon, grunnet høy andel FRN-lån
- Kortere kredittetasjon (typisk rundt to år vs. fire år globalt)
- Lavere solvenskapitalkrav (ofte halvparten av global HY og betydelig lavere enn aksjer)
- God løpende rente, som ikke ligger langt bak global HY til tross for lavere risikoprofil

Globalt har high yield gitt en meravkastning utover investment grade på 3,9 prosentpoeng siden inngangen til 1990 (Bloomberg Global High Yield vs. Bloomberg Global Aggregate). I dag er differansen omtrent 4,3 prosentpoeng, med en effektiv rente for high yield på 7,85

prosent.

En typisk nordisk HY-portefølje har for tiden en effektiv rente i området 7–9 prosent. Når vi justerer for forventet mislighold og LGD (loss given default), gjenstår fortsatt en attraktiv forventet nettoavkastning, også mot mer solide investment grade-strategier. Samtidig er kapitalkravene i Solvens II-regelverket lavere, og dette gjør nordisk HY svært attraktivt i risikojustert forstand. Som vi viste i en tidligere gjennomgang ([mars 2024](#)) er det mulig å oppnå høyere forventet meravkastning pr. enhet solvenskapital i nordisk HY enn i både global HY og aksjer.

Også i praksis har det nordiske markedet vist seg mer stabilt enn mange internasjonale alternativer. Dette skyldes blant annet at utstederne i det nordiske markedet ofte er mindre sykliske og mer diversifiserte enn typiske amerikanske HY-utstedere. Dessuten har kortere durasjon gitt bedre avkastning i perioder med inflasjonsdrevne renteøkninger.

I tillegg opplever vi at det nordiske markedet preges av en annen kredittstruktur, med lavere gearing, høyere andel familieeide selskaper og tettere oppfølging fra kredittanalytikere og banker. Dette har gitt lavere faktiske misligholdstall over tid enn for det globale markedet.

Logisk reallokering

Slik SSGA viste i sine statistiske data har global high yield typisk større samvariasjon med aksjer enn med investment grade rentepapirer. I datasettet over ble det

målt 0,79 korrelasjon mot globale aksjer, mens high yield hadde 0,41 korrelasjon med global aggregate investment grade. Dermed er SSGAs argument om å finansiere high yield med aksjer logisk. For norske pensjonskasser er det mer logisk å se til egne markeder først. Med kortere kreditturasjon for nordisk high yield vil samvariasjonen med aksjer bli noe lavere, mens samvariasjonen med lavrisiko rentepapirer kan bli noe høyere. Det gjør at en hensiktsmessig finansiering av nordisk high yield i større grad vil være delvis fra aksjer og delvis fra den tradisjonelle renteporteføljen. Det bør gi bedre kontroll, høyere risikojustert avkastning, lavere kapitalbelastning og bedre robusthet i krevende markeder.

Anbefalingen om en større strategisk allokering til high yield vil uansett stå seg. Mer intuitivt kan vi tenke på dette som å gå over fra en «barbell-portefølje» bestående av aksjer og lavrisiko rentepapirer, til en mer diversifisert portefølje med aksjer, high yield og investment grade, i tillegg til øvrige alternative aktiva. Logisk sett burde det jo også gi en mer robust portefølje om man tar mer selskapsrisiko i flere deler av porteføljen enn bare aksjer. Alt i alt er det derfor mye som taler for at det er hensiktsmessig for pensjonskasser å dreie porteføljen denne veien.

Månedsutvikling

Absolutte avkastningstall pr. 29.08.2025

	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	SFDR
Pareto Likviditet C	3,6 %	5,5 %	3,5 %	3,5 %	0,8 %	0,7 %	27.09.1999	Art.8
Pareto Obligasjon C	4,5 %	6,8 %	4,3 %	4,3 %	1,2 %	1,6 %	11.11.2019	Art.8
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK	6,0 %	8,8 %	6,9 %	5,5 %	2,7 %	6,9 %	15.05.2017	Art.8
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK	4,5 %	6,8 %	3,9 %	3,2 %	4,6 %	5,9 %	15.08.2016	Art.9
Pareto Nordic Equity I NOK	3,4 %	16,4 %	11,8 %	10,4 %	14,4 %	16,2 %	31.10.2018	Art.8
Pareto Aksje Norge I	14,5 %	13,4 %	17,3 %	12,6 %	15,4 %	18,4 %	06.09.2001	Art.8
Pareto Global I	-2,9 %	17,0 %	16,2 %	11,6 %	12,6 %	14,1 %	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. 29.08.2025

	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	-2,9 %	1,8 %	3,9 %	3,0 %	5,7 %	8,4 %	OSEFX
Pareto Global I	-3,5 %	-2,0 %	0,0 %	0,1 %	5,4 %	6,0 %	NDDUWI
Pareto Nordic Equity I NOK	-0,8 %	3,5 %	1,6 %	-1,9 %	6,8 %	9,5 %	VBCNKN

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

Fondskommentarer og nøkkelinformasjon

Fond		SFDR klassifisering	Månedsrapport	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	
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 Nordic Equity I NOK	Nordisk aksjefond med kvalitets-selskaper som genererer stabil vekst og god avkastning.	art. 8	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 høykvalitetsselskaper med ledende ESG-profil	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her

Fagansvarlige pensjonskasser



Cato Edvardsen

+47 901 52 215



Alex Madsen

+47 932 08 107



Finn Øystein Bergh

Sjeføkonom og -strateg

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 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: post@paretoam.com

Frankfurt

Gräfrasse 97

t: +49 69 333 98 35 20

e: post@paretoam.com

Zürich

Bahnhofstrasse 67

t: +41 78 220 93 13

e: post@paretoam.com