

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev 06 - 2025

PARETO INVESTOR CONFERENCE 2026

The new Nordic balance Optimal moves for professional investors

LES MER OG SIKRE DEG PLASS

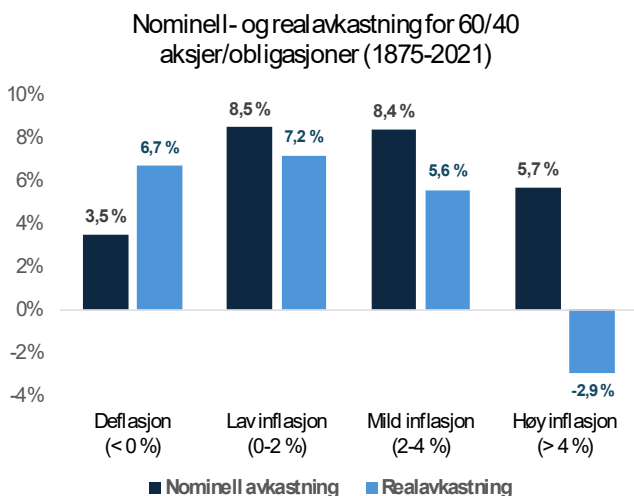


FINANS

Regimebasert aktivaallokering

En vel innarbeidet investeringsstrategi er den såkalte 60/40-porteføljen med globale indeksaksjer og lange obligasjoner. Dette er et oppsett som har fungert godt i de fleste regimer. Likevel bør investorer være bevisst de tilfellene en slik portefølje har sviktet: I perioder med høy inflasjon (over fire prosent) har både aksjer og lange obligasjoner typisk gitt negativ real-avkastning.

Grafen nedenfor viser statistikk for det amerikanske markedet mellom 1875 og 2021. Som vi ser, har 60/40-porteføljen gitt solid realavkastning både i perioder med deflasjon og i perioder med kontrollert inflasjon. Problemet har vært periodene med høy inflasjon.



Kilde: Baltussen et al.: Investing in deflation, inflation and stagflation regimes, Pareto Asset Management

Er den langsiktige inflasjonen under kontroll?

Sett bort fra inflasjonssjokket i 2021-22 må vi om lag 50 år tilbake i tid for å finne en periode med vedvarende høy inflasjon. Det gjør at de fleste investorer i dag ser på slike perioder mer som særtilfeller.

Imidlertid er den historiske representasjonen av høy inflasjon større enn det som gjerne legges til grunn. Over den omtalte 147-års-perioden var oppunder 1/3 av tilfellene perioder med inflasjon over 4 prosent. Det til tross for at vi mellom 1980 og 2020 hadde en periode på 40 år med lav inflasjon. Altså var det høy inflasjon i om lag halvparten av de første hundre årene etter 1875.

Inflasjon	1875-2021	1926-2021	1950-2021	1992-2021
< 0 %	16 %	8 %	2 %	3 %
0-2 %	29 %	29 %	35 %	67 %
2-4 %	24 %	27 %	32 %	29 %
> 4 %	31 %	36 %	31 %	1 %
Antall år	147	96	72	30

Kilde: Baltussen et al.: Investing in deflation, inflation and stagflation regimes, Pareto Asset Management

Interessant nok er det historiske mønsteret lange perioder på om lag 40-50 år med alternerende lav og høy inflasjon. Den første perioden fra 1875 frem til 1930-tallet var preget av gull-

standarden. Det ga en mer kontrollert prisutvikling, men med stadige opp- og nedgangsperioder, der det samtidig oppstod henholdsvis inflasjon og deflasjon.

For å motvirke disse uønskede svingningene ble den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, etablert i 1913. Men det ga muligens ikke helt det tiltenkte resultatet. Perioden på 1920-tallet var preget av lettere tilgang på kreditt og særlig høy inflasjon. Resultatet av dette ble «de harde 30-årene» – en periode med stor nedgang i aksjemarkedene og deflasjon.

Deretter kom første og andre verdenskrig, hvor det ble det akkumulert mye statsgjeld. Denne høye gjelden ble (med eller uten overlegg) «inflatert bort» frem mot slutten av 1970-tallet.

Til slutt fikk vi en 40-års-periode med fallende og etter hvert stabil og lav inflasjon, mellom 1980 og 2020.

Som kjent har mange dominerende økonomier igjen bygget betydelig statsgjeld. I tillegg preges dagens økonomier, i motsetning til tilfellet etter 2. verdenskrig, av høy privat gjeld¹. Det er ikke umulig at det igjen kan resultere i flere tiår med høy inflasjon. I så tilfelle vil det bli lite lukrativt å holde en tradisjonell 60/40-portefølje. Andre strategier kan vise seg mer effektive.

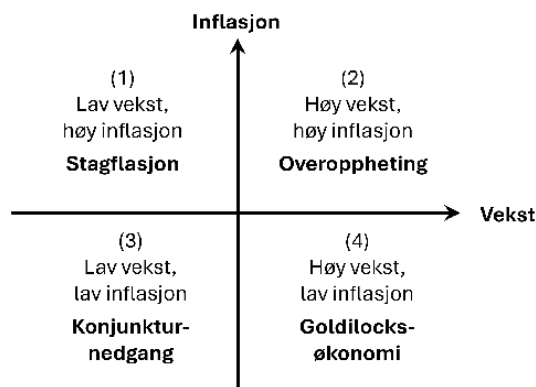
Ulike investeringsregimer

Med bakgrunn i ovennevnte lastet vi nettopp ned tre nyere forskningsartikler:

- [Regime-Based Strategic Asset Allocation \(revidert september 2025\)](#)
- [Investing in deflation, inflation and stagflation regimes \(revidert september 2023\)](#)
- [The Best Strategies for Inflationary Times \(The Journal of Portfolio Management, august 2021\)](#)

Her er en oppsummering av det vi har funnet av størst interesse:

I artikkelen «Regime-Based Strategic Asset Allocation» diskuteres fire investeringsregimer, og forfatterne identifiserer hvilke investeringer som fungerte best i hvert enkelt regime. Skillet på regimene går langs aksene økonomisk vekst og inflasjon:



Figur 1: Fire ulike økonomiske regimer; kilde: Bouyé

Et al.: Regime-Based Strategic Asset Allocation, Pareto Asset Management

I vurderingen av slike regimer er det greit å være bevisst at nærmest hele perioden mellom 1980 og 2020 var preget av lav inflasjon. Jamfør illustrasjonen beveget vi oss derfor nesten utelukkende frem og tilbake mellom kvadrantene tre og fire. Mesteparten av tiden befant vi oss i en «Goldilocks-økonomi», kun avbrutt av kortere perioder med konjunkturedgang.

Siden økonomien over 40 år i liten grad har vært preget av høy inflasjon, har dagens investorer liten erfaring med de to regimene som er beskrevet gjennom kvadrant en og to, «stagflasjon» og «overoppheting». Her er det helt andre investeringer som historisk har vært optimale.

Optimale investeringsstrategier

60/40-porteføljen er som nevnt den mest hensiktsmessige tilnærmingen under lavere inflasjon. Aksjer gjør jobben under en «Goldilocks-økonomi», mens lange obligasjoner kommer porteføljen til unnsetning under perioder med konjunkturedgang.

Men hva skjer dersom inflasjonen etablerer seg på et høyere nivå?

I artikkelen «Regime-Based Strategic Asset Allocation» søker forfatterne å identifisere hvilke investeringer som historisk sett har levert best i de fire ulike regimene. Målsettingen er å konstruere en portefølje som er robust i samtlige regimer. Vi går ikke inn på detaljene her, men anbefaler å lese den originale artikkelen.

¹ <https://www.imf.org/external/datamapper/GDD/2024%20Global%20Debt%20Monitor.pdf>

For vårt formål er det like greit med en intuitiv tilnærming. For det første er det liten tvil om at lange obligasjoner gir svak avkastning når inflasjonen øker. Altså er det best å unngå lang (nominell) renteeksponering. Kortere renteinstrumenter, samt realrenteobligasjoner, er bedre alternativer.

Hva med aksjedelen? Det er nærliggende å tenke at aksjer gir realøkonomisk eksponering, noe som er positivt i en tid med høyere inflasjon. Historien viser imidlertid at også en bred aksjeeksponering ofte har gitt negativ realavkastning når inflasjonen har tiltatt. Kostnadene til selskapene har steget fortere enn det selskapene har evnet å prise videre til kundene.

Lærdommen fra tidligere inflasjonsperioder er at det har vært bedre med mer spissede aksjeeksponeringer. Verdiaksjer har vist seg mer robuste. Selskaper som har levert innsatsfaktorer i økonomien, slik som råvarer, har klart seg bedre. Kvalitets-selskaper, som i større grad har evnet å prise opp varene sine til sluttbruker, har gitt meravkastning.

Investors valutaeksponering kan også være viktig. En overgang til et mer inflatorisk regime kan føre til en dreining av kapital-flyten mellom regioner, og som en følge av det igjen endrede valutakurser. Gitt dominansen til amerikanske aksjer i dagens globale aksjeindeks, er det nærliggende at slik amerikansk eksponering og dollarkursen kan være mer utsatt dersom inflasjonen igjen tiltar.

På rentesiden er det også en lærdom å hente fra historien. I perioder med høyere eller mer volatil inflasjon har kreditt-premiene typisk vært høyere. Det samme gjelder i perioder med mer økonomisk stress, selv om noe da kan være oppveid av høyere mislighold og lavere recovery. I den grad lange statsobligasjoner leverer dårlig i perioder med høyere inflasjon, kan det derfor være et poeng å vurdere foretaksobligasjoner med høyere kupongrenter og som oftest lavere durasjon.

I dette nyhetsbrevet blir det for omfattende å diskutere helt presist hvilke fremtidige utviklingstrekk som kan forventes. Formålet er å skape bevissthet om konsekvensen av noe høyere langsiktig inflasjon. Det kan gjøre mange av dagens porteføljennretninger heller ineffektive. Typisk vil de fleste forbli ved dagens strategier, men de som evner å navigere godt gjennom slike økonomiske skift vil bli vinnere på lang sikt.

² Bouyé Et al.: Regime-Based Strategic Asset Allocation
³ Chambers, Dimson, Ilmanen & Rintamäki 2024

Månedsutvikling

Absolutte avkastningstall pr. 30.09.2025

	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	4,0 %	5,6 %	3,6 %	3,5 %	0,7 %	0,7 %	27.09.1999	Art.8
Pareto Obligasjon C	4,7 %	7,0 %	4,4 %	4,3 %	1,2 %	1,6 %	11.11.2019	Art.8
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK	6,7 %	9,6 %	7,0 %	5,5 %	2,7 %	6,9 %	15.05.2017	Art.8
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK	5,2 %	8,5 %	4,1 %	3,2 %	4,6 %	5,9 %	15.08.2016	Art.9
Pareto Nordic Equity I NOK	2,7 %	18,1 %	10,8 %	10,2 %	14,3 %	16,1 %	31.10.2018	Art.8
Pareto Aksje Norge I	14,1 %	18,8 %	17,5 %	12,5 %	15,4 %	18,4 %	06.09.2001	Art.8
Pareto Global I	0,2 %	18,5 %	15,9 %	11,7 %	12,5 %	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. 30.09.2025

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