

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev 2 - 2026

I denne utgaven kan du lese mer om:

FINANS: Rebalansering

Hva bør gjøres dersom aksjemarkedet korrigerer 10-20 prosent? Hvordan bør en pensjonskasse tilpasse seg?

ESG: Løypemelding for grønne- og bærekraftslinkede obligasjoner

Markedet for bærekraftsmerkede obligasjoner har utviklet seg betydelig det siste tiåret.

PARETO
INVESTOR CONFERENCE
STOCKHOLM 28. - 29. APRIL 2026

FULLBOOKET

For venteliste, kontakt din rådgiver.

FINANS

Hvordan rebalansere?

Institusjonelle investorer benytter gjerne en strategi med strategiske vekter og rebalansering. Mens strategiske vekter og rammer er klart definerte, er reglene for rebalansering ofte uklare. Hva bør gjøres dersom aksjemarkedet korrigerer 10-20 prosent? Bør det rebalanseres med en gang? Hva er eventuelt en god frekvens for regelmessig (mekanisk) rebalansering? Hvordan bør en pensjonskasse tilpasse seg?

Nedenfor vurderer vi slike spørsmål i lys av følgende observasjoner:

- Rebalansering øker nedsiderisikoen under markedsstress
- Rebalansering er motsyklisk, mens regelverket for pensjonskasser er av mer medsyklisk karakter
- Rebalansering er preget av negativ konveksitet. Hva dette innebærer, og medfølgende konsekvenser, er noe av det vi omtaler i det videre

Økt nedside

Rebalansering er kjent for å ha gitt Oljefondet solide gevinster. Mindre kjent er det at mekanisk rebalansering øker risikoen i nedgangsperioder. Effekten er avhengig av timing av kjøp og salg, men et enkelt eksempel kan gi en pekepinn. Vi tenker oss en investor som har 30 prosent aksjer og resten i obligasjoner. Aksjemarkedet faller 50 prosent, samtidig som obligasjoner gir en periodeavkastning på fem prosent. Hvilken forskjell kan forventes mellom buy-and-hold og en rebalansert portefølje?

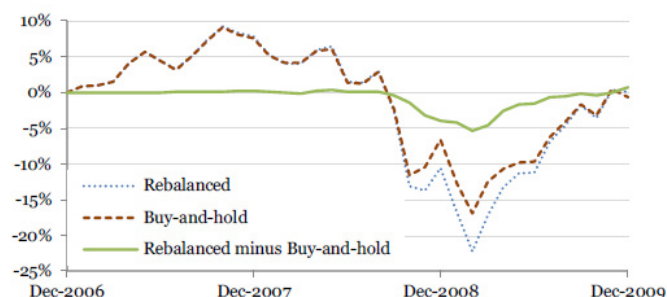
I buy-and-hold porteføljen gir nedgangen i aksjer et tap på 15, halvparten av initial investering i aksjer på 30. Resterende 70 plassert i obligasjoner gir en inntekt på 3,5. I sum faller porteføljen med 11,5 prosent.

Sammenlignet med dette øker nedsidene i den rebalanserte porteføljen av to grunner. For det første kjøpes det aksjer underveis i nedgangen, noe som øker gjennomsnittlig aksjevolum. For det andre reduseres investert kapital i obligasjoner, noe som gir lavere inntekter fra denne delen av porteføljen.

Vi har konstruert et tenkt scenario der aksjer faller med 50 prosent. I vårt eksempel finner vi at nedsidene for aksjer øker til om lag 55 prosent, målt i forhold til opprinnelig investert beløp. Det er fordi rebalanseringen fører til at gjennomsnittlig kapital i aksjer øker til 33.

Negativ avkastning fra aksjer øker dermed fra 15 for buy-and-hold til 16,5 ved rebalansering. Videre fører mindre kapital i renteporteføljen til at renteinntektene faller fra 3,5 til om lag 3,0. I sum øker det samlede tapet fra 11,5 prosent for buy-and-hold, til 13,5 prosent for den rebalanserte porteføljen. Økt tap på to prosentpoeng utgjør om lag 1/5 større nedside for en rebalansert portefølje.

En lignende observasjon finner vi i en forskningsartikkel med tittelen «Strategic Rebalancing». Her illustreres i grafen nedenfor utviklingen for en portefølje med 60 prosent aksjer gjennom finanskrisen. Vi ser at den rebalanserte porteføljen (blå linje) hadde fem prosentpoeng større nedside enn buy-and-hold (rød linje). På den positive siden førte rebalansering til at det tapte ble hentet raskt inn igjen under oppgangen mot slutten av 2009. Like fullt ble det ikke høyere avkastning for den rebalanserte strategien, til tross for høyere risiko.



Kilde: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3330134

Motsykliske vs medsykliske egenskaper

Det ligger et underliggende problem i at rebalansering er motsyklisk, mens regelverket for pensjonskassene er medsyklisk. Risikobærende evne svekkes betydelig i større nedgangsmarkeder. I den grad pensjonskassen har tatt for høy risiko, er det ikke sikkert den har evne til å rebalansere mot slutten av nedgangen. Når kapitaldekningen kommer langt inn i «rød sone», er det heller ikke sikkert at styret eller andre beslutningstakere er villige til å stå ved strategien.

En innretning i solvensregelverket hjelper som en støtpute: Aksjeprissjokket som legges til grunn i stresstesten varierer, og reduseres ved store nedganger for aksjer. For type 1 aksjer er normalstresset 39 prosent, mens denne faktoren varierer opp og ned med 10 prosentpoeng. Aksjestresset reduseres ned mot 29 prosent ved større nedganger.

Her er det avgjørende hva som er gjeldende stressfaktor før nedgangen starter. For eksempel ga endringene i stressfaktor en solid støtpute i 2022. Ved inngangen til året var stressfaktoren for type 1-aksjer på 46 prosent. I løpet av året falt denne variabelen til 36 prosent. En reduksjon i aksjestresset på 10 prosentpoeng førte til at flere kasser hadde like god, eller sågar forbedret, kapitaldekning mot slutten av året.

Etter en sterk oppgang i aksjemarkedet de siste årene har vi igjen en lignende situasjon. For rapporteringen ved utgangen av 2025 var stressfaktoren for type 1-aksjer igjen på 47 prosent. Dette gir en støtpute på 18 prosentpoeng ned til gulvet på 29 prosent. Slik sett burde pensjonskassene ha god tåleevne for en stor nedgang i aksjemarkedet. Samtidig tilsier en høy stressfaktor på 47 prosent også at risikoen er en god del høyere enn normalt.

Negativ konveksitet

Intuitivt bør en handlingsregel som går ut på å kjøpe aksjer når markedet faller, og selge etter at det har steget, være verdiskapende. Det er lett å falle til ro med denne konklusjonen uten å vurdere statistiske egenskaper. Men nettopp forståelsen av slike egenskaper gjør det lettere å identifisere hvilken handlingsregel som er best egnet for en gitt investor.

Om vi først tenker over de langsiktige egenskapene, er det klart at rebalansering ikke nødvendigvis er verdiskapende over lang tid. Aksjer forventes å stige mer i verdi enn obligasjoner. I så fall vil rebalansering føre til netto salg av aksjer, og kjøp av obligasjoner. Det reduserer det langsiktige avkastnings-potensialet. Den største fordelene med rebalansering er at risikoen holdes mer stabil.

For medsykliske investorer som pensjonskasser er det ikke nødvendigvis optimalt med konstant risikotagning. Når risikobærende evne styrkes i takt med positiv avkastning, kan det være

riktig å ta noe høyere risiko. Dette tilsier i så fall at det er bedre å justere opp aksjevekten i takt med den styrkede soliditeten. Det innebærer at aksjeandelen helt eller delvis tillates å drifte.

Mer kortsiktig har vi det motsatte problemet, idet rebalansering forventes å øke nedsiden under stressituasjoner. Dermed burde pensjonskassen i prinsippet hverken rebalansere fullt ut i sterke oppgangsmarkeder, eller under kraftige nedganger.

Det scenarioet der rebalansering tilfører positiv verdi er et marked preget av «mean reversion». Når markedet slår frem og tilbake hjelper rebalanseringen investor til «å kjøpe billig og selge dyrt». Og når markedet bunner ut etter en stor nedgang, er det spesielt verdifullt å ha fylt på med aksjer til strategisk vekt. Dette tar imidlertid ikke hensyn til tidsaspektet. Dersom gevinsten ved rebalansering først utspiller seg over flere år, kan de mellomliggende årsregnskapene bli svakere enn ønskelig.

Mer generelt kan vi si at rebalansering kan forventes å gi negative bidrag i trendende markeder (både opp og ned), mens det kan forventes positive bidrag når markedet endrer retning. Det er disse egenskapene som statistisk beskrives som «negativ konveksitet». Verdibidraget er ulikt avhengig av strukturen på markedet. Som kjent er det umulig å spå kortsiktig verdiutvikling, men kunnskapen om de statistiske egenskapene kan i seg selv være nok grunn til å tilpasse handlingsregelen.

En forskningsartikkel som diskuterer dette mer i detalj er tidligere omtalte «Strategic Rebalancing». De som er interessert å dykke dypere i materien, kan ta opp artikkelen samt en tilhørende presentasjon av funnene, via følgende linker.

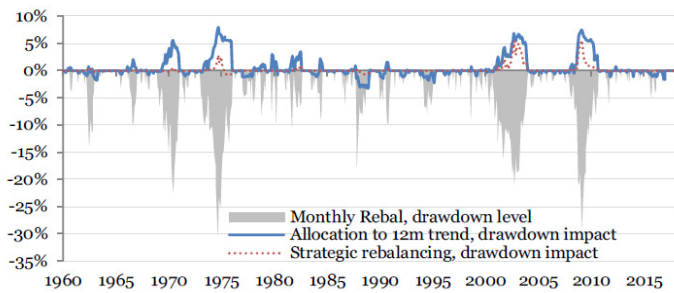
Artikkel:https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3330134

Videopresentasjon:

<https://www.youtube.com/watch?v=Wu2-nBbpXIU>

Den viktigste innsikten fra analysen er at den beste måten å håndtere effekter av negativ konveksitet på, er å tilføre porteføljen elementer av positiv konveksitet. For dette formål er innslag av trendfølgende strategier naturlig. Gitt at rebalansering forventes å tilføre negativ verdi i trendende markeder, er det intuitivt at et trendinnslag i forvaltningen kan motvirke dette.

Figur 9 i «Strategic rebalancing»-artikkelen demonstrerer effekten av slike tilpasninger. De grå feltene viser drawdown-perioder for en månedlig rebalansert 60-40 portefølje mellom 1960 og 2017. Den blå linjen viser utviklingen for en 10 prosent investering i trendstrategier. Den røde stiplede linjen viser tilsvarende bidrag fra tilpasning av handlingsstrategien, hvor trendsignaler benyttes for å trigge kjøp og salg. Begge tilpasninger har ført til redusert nedside for totalporteføljen under perioder med markedsstress.



Kilde: Strategic Rebalancing, figur 9

Tregere rebalansering

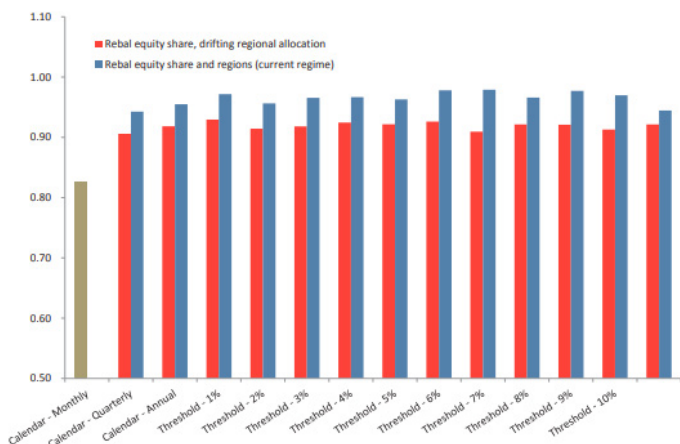
Et alternativ til forslagene i denne artikkelen er å legge inn en bremsekloss for hvor ofte porteføljen rebalanseres. Så lenge det ikke foretas rebalansering, tillates porteføljen å drifte med avkastning. Dette er også en måte å gjøre forvaltningen mer trendorientert på. Jo sjeldnere rebalansering, jo større innslag av trendeksponering i forvaltningen.

For å kvantifisere effekten av ulike treghetsmekanismer viser vi til funnene i et diskusjonsnotat fra Norges Bank Investment Management (NBIM, 2012).

https://www.nbim.no/globalassets/documents/discussion-paper/2012/discussionnote_3-12-final.pdf

I notatet undersøker NBIM ulike strategier mellom 1970 og 2011. Disse strategiene sammenlignes med en 60-40 buy-and-hold portefølje.

Grafen nedenfor fra studien oppgir Sharpe ratio for ulike strategier. Som er å forvente, gitt vår redegjørelse, har det vært best å ikke rebalansere særlig ofte. Årlig rebalansering har gitt bedre risikojustert avkastning enn kvartalsvis og månedlig. For prosentvise avvik har det vært best å la porteføljen drifte så mye som syv prosentpoeng fra normalvekt, for en portefølje med 60 prosent aksjer. Med 30 prosent aksjevekt vil vi anta at variabelen burde ligge på om lag halvparten, dvs. 3-4 prosentpoeng avvik før rebalansering.



Kilde: NBIM, Empirical Analysis of Rebalancing Strategies

I tillegg til rebalansering mellom aktivaklasser diskuteres det i NBIM-analysen hvorvidt de regionale vektene også burde rebalanseres. Fra grafen over ser vi effektene dette ville gitt gjennom de blå søylene i grafen. Regional rebalansering ville bidratt til å løfte risikojustert avkastning for alle testede strategier. I dagens situasjon, hvor det amerikanske innslaget i verdensindeksen har kommet opp på et historisk høyt nivå, kan dette være noe å tenke på.

Som en oppsummering tar vi med en tabell fra NBIM-notatet. Den viser meravkastning, tracking error og informasjonsrate (IR) for de ulike strategiene. For eksempel økte IR fra 0,10 til 0,24 ved overgang fra månedlig til årlig rebalansering. Og IR doblet seg fra 0,15 til 0,30 fra rebalansering for avvik på henholdsvis ett og syv prosentpoeng. Her er det imidlertid tilfeldige variasjoner, og vi ser at rebalansering ved 6 og 10 prosentpoeng avvik ville slått dårligere ut.

	Excess Return ¹⁾	Tracking Error ¹⁾	IR
Calendar based			
- Monthly	0.13 %	1.30 %	0.10
- Quarterly	0.24 %	1.32 %	0.18
- Annually	0.33 %	1.37 %	0.24
Threshold based			
- 1%	0.19 %	1.32 %	0.15
- 2%	0.23 %	1.32 %	0.17
- 3%	0.29 %	1.32 %	0.22
- 4%	0.27 %	1.32 %	0.21
- 5%	0.33 %	1.36 %	0.24
- 6%	0.20 %	1.29 %	0.16
- 7%	0.38 %	1.27 %	0.30
- 8%	0.31 %	1.24 %	0.25
- 9%	0.25 %	1.13 %	0.22
- 10%	0.19 %	1.37 %	0.14

¹⁾ Relative to Drifting mix

Kilde: NBIM, Empirical Analysis of Rebalancing Strategies

ESG

Løypemelding fra markedet for grønne- og bærekraftslinkede obligasjoner

Markedet for bærekraftsmerkede obligasjoner har utviklet seg betydelig det siste tiåret. Blant disse vurderer vi grønne obligasjoner og bærekraftslinkede obligasjoner (SLB-er) som de mest relevante for vårt artikkel 9-fond, Pareto ESG Global Corporate Bond. Disse obligasjonene har tydelige rammeverk som gjør det enklere å vurdere den faktiske bærekraftseffekten.

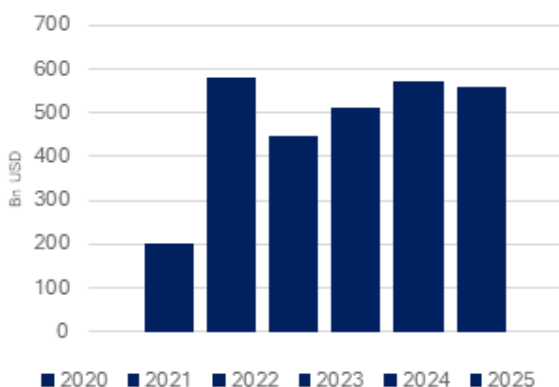
Grønne obligasjoner – etablerte og robuste

Grønne obligasjoner har eksistert siden 2007, da Den europeiske investeringsbank utstedte den første for å finansiere klimatiltak som fornybar energi. I dag er dette en moden del av kapitalmarkedet, og et viktig virkemiddel for selskaper som vil vise konkret satsing på bærekraft.

For å sikre kvalitet og transparens må grønne obligasjoner følge ICMA Green Bond Principles. Utstedere må definere et tydelig rammeverk, vise hvordan inntektene skal brukes og innhente en uavhengig Second-Party Opinion (SPO). Midlene skal gå til prosjekter som fornybar energi, energieffektivisering eller bærekraftig infrastruktur.

Utstedelsen av grønne obligasjoner har vært stabil og robust, fra rundt 200 milliarder dollar i 2020 til et toppunkt på 580 milliarder dollar i 2022, og har siden vært i området 450–580 milliarder dollar årlig. Dette viser at grønne obligasjoner er en etablert og vedvarende del av markedet.

Green bond issuance



Kilde: Bloomberg

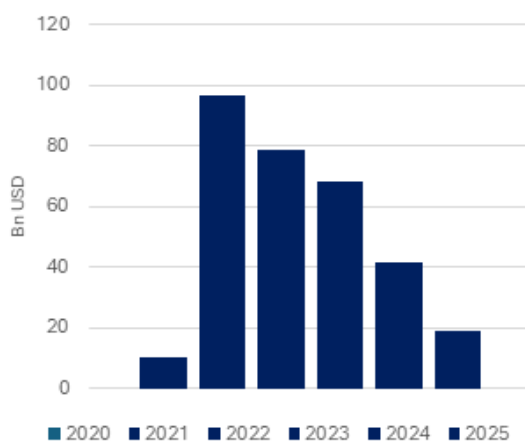
Sustainability-Linked Bonds – rask vekst og like rask konsolidering

Den første SLB-en kom i 2019, utstedt av italienske ENEL. I en SLB knyttes lånebetingelsene – ofte renten – til om utsteder når bestemte bærekraftsmål. Hvis målene ikke nås, øker

kostnaden for selskapet. Dette kan gi sterke incentiver til reell forbedring, så lenge målene er ambisiøse og godt dokumentert.

Markedet vokste eksplodivt fra 2020 til et toppnivå nær 100 milliarder dollar i 2022, men har siden falt kraftig til ca. 20 milliarder dollar i 2025. Årsakene inkluderer høyere renter, strengere krav til kvalitet og rapportering, og en generell markedskorreksjon etter rask tidlig vekst. Vi tolker dette som en naturlig modningsprosess.

Sustainability-Linked Bond issuance

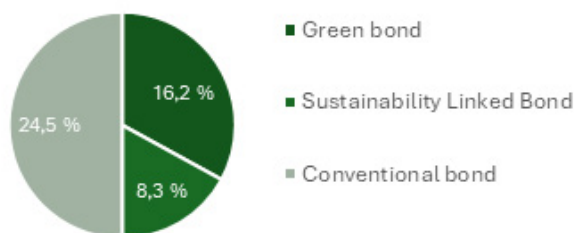


Kilde: Bloomberg

Begge instrumenter er fortsatt relevante

I Pareto ESG Global Corporate Bond vurderer vi både grønne obligasjoner og SLB-er når vi ser et reelt og dokumenterbart bærekraftspotensial – gjennom kvaliteten på prosjektene, ambisjonsnivået i målene eller selskapets overordnede bærekraftsreise. For oss er innhold viktigere enn merkelapp.

Proportion of green bonds, sustainability linked bonds & conventional bonds



Source: companies disclosure

Markedets skjevfordeling – investment grade vs. high yield

Markedet for merkede bærekraftsobligasjoner er i hovedsak et investment grade-marked. I 2025 sto IG-utstedere for rundt 500 milliarder dollar av total utstedelse, mens high yield-markedet kun bidro med ca. 25 milliarder – et forhold på 20:1. Grunnen er strukturell:

Investment grade utstedere (stater, banker, større selskaper) har:

- større organisasjoner
- mer stabile og langsiktige finansieringsbehov
- kapasitet til å håndtere kravene rundt rammeverk, rapportering og SPO-er (Second-Party Opinions) som verifiserer metode og datagrunnlag.

High yield selskaper har ofte:

- kortere refinansieringssykluser
- mindre administrative ressurser
- mindre lånevolumer, noe som gjør merkelappen relativt kostbar

Resultatet er at en merkebasert investeringsstrategi fanger opp svært lite av HY-universet, selv om mange HY-utstedere faktisk investerer i grønn teknologi, energieffektivisering og omstilling – uten å knytte et bærekraftsstempel til obligasjonene.

En bredere ESG tilnærming er nødvendig i HY

For Pareto ESG Global Corporate Bond betyr dette at vi ikke kun kan lene oss på grønne eller SLB-merkede obligasjoner. I stedet analyserer vi hele universet og identifiserer selskaper som er bærekraftsledere uavhengig av klassifisering. En slik tilnærming gir langt bedre dekning av attraktive utstedere i HY markedet og sikrer at vi ikke overser selskaper som faktisk leverer på omstilling.



Skrevet av:

Nawel Boukedroun
Leder for ESG og ansvarlige investeringer,
Pareto Asset Management

Månedsutvikling

Absolutte avkastningstall pr. 31.03.2026

(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	1,1 %	5,7 %	4,0 %	3,5 %	0,7 %	0,7 %	27.09.1999	Art.8
Pareto Obligasjon C	0,5 %	6,7 %	4,6 %	4,3 %	1,2 %	1,5 %	11.11.2019	Art.8
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK*	1,4 %	8,8 %	6,4 %	5,5 %	2,7 %	6,7 %	15.05.2017	Art.8
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK**	-0,8 %	6,0 %	3,3 %	3,1 %	4,6 %	5,8 %	15.08.2016	Art.9
Pareto Nordic Equity I NOK	-9,6 %	8,7 %	5,6 %	9,1 %	13,7 %	16,0 %	31.10.2018	Art.8
Pareto Aksje Norge I	9,9 %	18,7 %	15,1 %	13,1 %	12,8 %	18,3 %	06.09.2001	Art.8
Pareto Global I	-17,2 %	5,4 %	8,3 %	10,3 %	13,0 %	14,2 %	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. 31.03.2026

(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	-10,9 %	-1,7 %	1,8 %	2,8 %	6,3 %	8,4 %	OSEFX
Pareto Global I	-10,3 %	-8,6 %	-5,0 %	-0,8 %	5,8 %	6,1 %	NDDUWI
Pareto Nordic Equity I NOK	-4,8 %	1,3 %	-2,2 %	-2,9 %	5,6 %	9,3 %	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 høykvalitetselskaper med ledende ESG-profil	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her

Fagansvarlige pensjonskasser og forsikring



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 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 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