

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev 4 - 2026

FINANS

Et rammeverk for kapitaleffektive investeringer

Kapitaleffektivitet har vært et sentralt tema i flere av våre nyhetsbrev. Å investere kapitaleffektivt har også vært lønnsomt. For ordningene vi har sett på finner vi forskjeller på opp mot to prosentpoeng årlig. Hovedsakelig forklart av aktivaklassevalg.

Denne måneden viser vi hvordan man kan vurdere relativ kapitaleffektivitet. Siden metoden skiller seg fra tradisjonell porteføljekonstruksjon, gir vi en grundig innføring. Dette blir vel teknisk, men belønningen er forhåpentlig større bevissthet om lønnsom tilpasning av investeringene i et solvensregime.

Hva er kapitaleffektivitet?

Vår definisjon på kapitaleffektivitet er en avledet versjon av Sharpe ratio. For å beregne Sharpe divideres meravkastningen over risikofri rente med investeringens standardavvik. For å beregne kapitaleffektiviteten sees meravkastningen i stedet opp mot kapitalkravet for investeringen:

$$\text{Kapitaleffektivitet} = \frac{\text{Meravkastning}}{\text{Kapitalkrav}}$$

Grafisk fremstilling

Grafen nedenfor sammenligner kapitaleffektiviteten på tvers av aktivaklasser. Kapitaleffektiviteten måles på Y-aksen, mens vi på X-aksen viser kapitalkravet for aksjer. Altså gjør vi visse forutsetninger for å innpasse andre aktivaklasser på aksjeskalaen. Kapitalkravet for aksjer er 39 prosent pluss/minus 10 prosentpoeng. Dermed går X-aksen fra 29 til 49 prosent.

For å beskrive metoden starter vi med norske aksjer, den oransje stiplede linjen. Vi har forutsatt en meravkastning over risikofri rente på fire prosent når aksjemarkedet er nøytralt priset. Kapitaleffektiviteten blir 4 prosentpoeng meravkastning over et kapitalkrav på 39 prosent. Det gir en effektivitet på 10,25 prosent for kapitalkrav i midten av intervallet.

Varierende kapitalkrav for aksjer

Avviket fra det nøytrale nivået på 39 prosent beregnes ut fra EIOPA-formelen nedenfor. Her sammenlignes dagens nivå på aksjemarkedet med et treårs glidende gjennomsnitt:

$$SA = 0,5 \times \left(\frac{CI - AI}{AI} - 8\% \right)$$

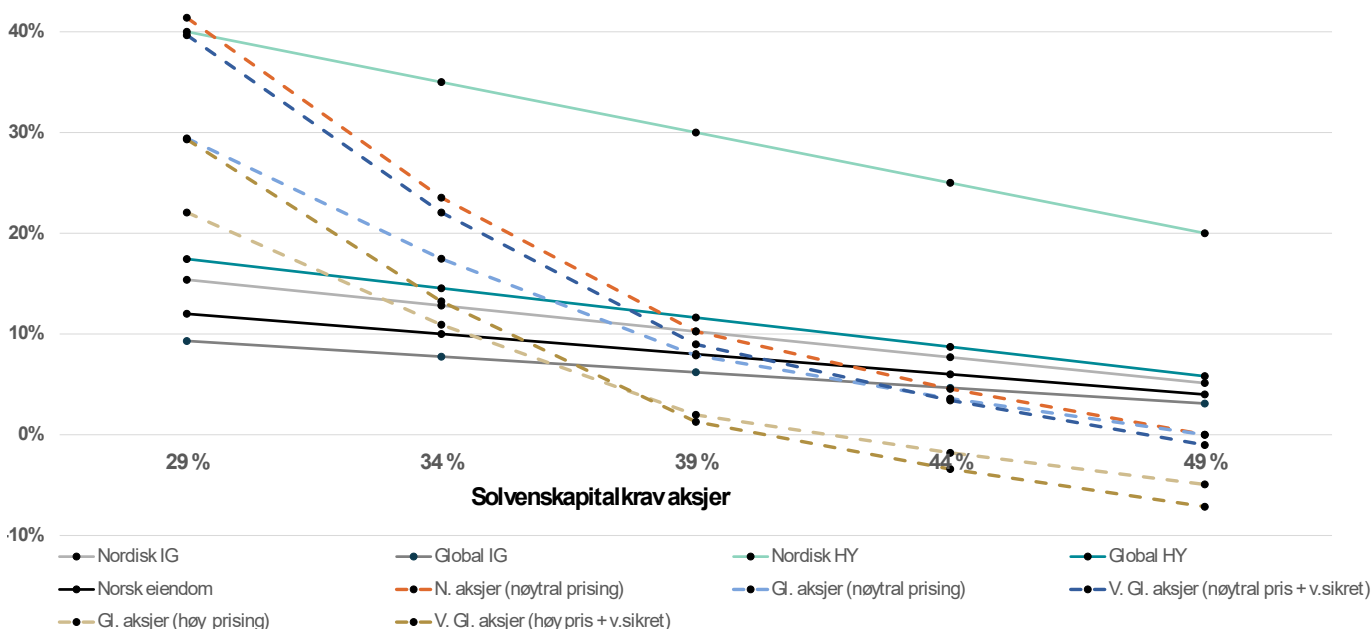
SA = Symmetrisk justeringsfaktor

CI = Current Index, dagens indekssnivå

AI = Average Index, 3-årig gjennomsnittlig indekssnivå

For at kapitalkravet for aksjer skal falle til gulvet på 29 prosent, finner vi av dette at aksjeindeksen må falle til et nivå som ligger minimum fire prosentpoeng under gjennomsnittet de siste tre år. Dersom aksjeindeksen i dag ligger 30 prosentpoeng høyere enn gjennomsnittet for de siste tre år, kreves en nedgang på minst 34 prosent for at kapitalkravet skal falle til 29 prosent.

I vår modell forutsetter vi en nedgang på 50 prosent i aksjemarkedet for å komme ned til det nedre kapitalkravet. Dette får også konsekvenser for forventet avkastning. Dersom kursene i aksjemarkedet halveres, faller prisingen i takt med dette. Det



fører til høyere fremtidig avkastning, antatt at prismultippelen gjenvinner tidligere nivå. For norske aksjer legger vi følgende beregning til grunn etter et børskrakk på 50 prosent:

- Aksjemarkedet stiger med 100 prosent for å gjeninnhente tidligere indeksnivå
- Deretter antar vi normal årlig avkastning på 8 prosent
- I sum gir dette 16 prosent årlig avkastning de neste ti år

Beregningen av kapitaleffektiviteten for det nedre kapitalkravet på 29 prosent blir som følger: 12 prosent årlig meravkastning over 29 prosent kapitalkrav gir 41 prosent effektivitet.

For det øvre kapitalkravet på 49 prosent blir det tilsvarende lavere avkastningsforventning for aksjer. I eksempelet antar vi at fremtidig avkastning for norske aksjer faller til fire prosent. Det betyr at norske aksjer kun forventes å gi samme avkastning som risikofri rente, slik at kapitaleffektiviteten faller til 0. Dette samsvarer med begrepet om «et tapt tiår i aksjemarkedet».

Aktiva med faste kapitalkrav

Andre aktivaklasser, som eiendom og rentebærende, har ikke varierende kapitalkrav. Hvordan tilpasser vi dette i modellen? Siden kapitalkravet ikke endres blir nevneren konstant, mens forventet meravkastning over risikofri rente endres.

For å ta nordisk IG som eksempel har vi i grafen forutsatt en investering med tre års durasjon og et kapitalkrav på 7,8 prosent. Kapitalkravet er beregnet for en konkret investering, som beskrevet i tidligere nyhetsbrev.

I eksempelet har vi forutsatt en normal avkastning for en slik IG-investering på 4,8 prosent, eller 0,8 prosentpoeng over risikofri rente. Kapitaleffektiviteten er da $0,8 / 7,8 = 10,25$ prosent. Dette er tilfeldigvis nøyaktig samme kapitaleffektivitet som for norske aksjer når kapitalkravet for aksjer er nøytrale 39 prosent. Av grafen ser vi at den oransje linjen for norske aksjer og den lysegrå linjen for nordisk IG krysser i dette punktet.

Deretter gjør vi en antakelse om hvor mye forventet avkastning for nordisk IG stiger og synker i takt med at kapitalkravet for aksjer faller til 29 prosent, eller stiger til 49 prosent. I eksempelet har vi forutsatt at forventet meravkastning for IG-plasseringer stiger til 1,2 prosent pr. år når kapitalkravet for aksjer faller til 29 prosent. Dette innebærer 40 basispunkter høyere årlig avkastning, eller litt over fire prosentpoeng over ti år.

Sagt på en annen måte: For en IG-investering med tre års durasjon vil en spread-utgang på ett prosentpoeng forventes å gi tre prosent kurseffekt i takt med at spread-nivået normaliseres. Når vi har forutsatt en total akkumulert avkastningseffekt på noe over fire prosent, tilsvarer dette en spread-inngang på om lag 1,3 prosentpoeng. Altså forutsetter vi at

en 50 prosent nedgang i aksjekursene (som tar kapitalkravet for aksjer ned til 29 prosent) bidrar til en spread-utgang i IG-markedet på omkring 130 basispunkter.

For nordisk IG estimerer vi med dette en kapitaleffektivitet på 15,4 prosent når kapitalkravet for aksjer faller til 29 prosent (1,2 prosentpoeng meravkastning over 7,8 prosent kapitalkrav).

For alle investeringer med faste kapitalkrav antar vi symmetriske justeringer for forventet avkastning med fallende og stigende kapitalkrav for aksjer. Dermed er linjene med faste kapitalkrav i grafen (heltrukne linjer) monotont fallende med stigende kapitalkrav for aksjer.

Hvor de ulike linjene med fast kapitalkrav plasserer seg i grafen, bestemmes ut fra forventet meravkastning over risikofri rente, samt kapitalkravet. For eksempel har vi i grafen forutsatt lik avkastning for nordisk og global IG, samtidig som kapitalkravet for global IG ligger noe høyere.

High yield-investeringer er i grafen gitt ved lysegrønn (nordisk) og mørkegrønn (global) linje. Nordisk HY får ekstraordinært høy kapitaleffektivitet, da kapitalkravet ligger klart lavere enn for global HY (10 vs 17 prosent), samtidig som vi legger til grunn ett prosentpoeng høyere årlig avkastning.

For både nordisk og global high yield antar vi +/- 100 basispunkter høyere/lavere avkastning over de neste ti år i takt med at kapitalkravet for aksjer reduseres eller økes. Dette kan sammenlignes med +/- 40 basispunkter for IG-investeringene, som tidligere forklart.

Den siste investeringen med fast kapitalkrav er norsk eiendom (sort linje). Vi har forutsatt årlig avkastning på 6 prosent. Det relativt høye kapitalkravet for eiendom på 25 prosent gjør at en slik investering ikke fremstår spesielt effektiv. For at eiendom skal være like effektiv som norske aksjer, må forventet avkastning for eiendom økes til 6,6 prosent.

Norske vs. globale aksjer

Aksjeinvesteringen som i grafen ligger nærmest norske aksjer, er valutasikrede globale aksjer. Sistnevnte er gitt ved den mørkeblå stiplede linjen, som forutsetter normalisert prising av det globale aksjemarkedet. Grunnen til at valutasikrede globale aksjer rangeres noe lavere enn norske aksjer, er antatte kostnader for valutasikring, her satt til 0,5 prosent pr. år.

Ved perfekt valutasikring er det ikke kapitalkrav for utenlandske aksjeinvesteringer for åpen valutaeksponering. Altså brukes samme kapitalkrav for norske aksjer og globale valutasikrede aksjer.

Nøytralt vs. høyt prisede aksjer

Forskjellene på kapitaleffektivitet mellom nøytralt prisede og høyt prisede aksjer er i grafen illustrert ved de to linjene for høyt prisede globale aksjer (henholdsvis valutasikret og ikke-sikret). Vi har antatt en overprising på 30 prosent for de høyt prisede aksjene, som korrigeres over en periode på ti år. Dette innebærer grovt sett tre prosentpoeng lavere avkastning pr. år.

Som beskrevet i vårt forrige nyhetsbrev i juni har det i perioden fra 2018 vært multiplere kontraksjon for norske aksjer i området 30 prosent, samtidig som multiplene for globale aksjer har økt med om lag 40 prosent. Dette gjør at linjene for høyt prisede globale aksjer kan være relevante i sammenligningen med norske aksjeinvesteringer i tiden fremover.

Usikrede vs. valutasikrede aksjer

Globale aksjer som ikke er valutasikret, får høyere kapitalkrav. I grafen fremkommer dette med lavere kapitaleffektivitet for ikke-sikrede aksjer.

Mens det rene kapitalkravet for åpen valutaeksponering er på 25 prosent, er det diversifiseringseffekter i solvensmodellen som reduserer det reelle kravet. Reduksjonen er avhengig av porteføljesammensetningen. For en beregning vi gjorde for vårt forrige nyhetsbrev var det reelle kapitalkravet for valuta 11,8 prosent. Altså legger vi dette til grunn for beregningene i grafen.

Dersom X-aksen viser et kapitalkrav for aksjer på 40 prosent, er det for eksempel lagt til grunn 51,8 prosent kapitalkrav for ikke-valutasikrede globale aksjer.

Et interessant poeng er at forskjellene i kapitaleffektivitet mellom valutasikret og usikret eksponering varierer ut fra nivået på kapitalkravet for aksjer. Med et lavt kapitalkrav for aksjer i området 29-34 prosent ser det langt mer attraktivt ut med valutasikret eksponering. Med høyere kapitalkrav for aksjer blir forskjellene mindre, og for ekstra høye kapitalkrav er det ut fra modellen mer effektivt å ikke valutasikre aksjeholdningen.

Dette siste forklares av at kostnadene tilknyttet valutasikring reduserer avkastningen for slik eksponering med 0,5 prosent pr. år. For høyere kapitalkrav blir denne kostnaden viktigere enn belastningen av høyere kapitalkrav for usikret aksjeeksponering.

'Type 1' vs. 'Type 2' aksjer

Noe vi ikke har illustrert i grafen, er forskjellen mellom Type 1 og Type 2 aksjer. Type 1-aksjer er børsnoterte aksjer i regulerte markeder i EØS og OECD. Type 2 omfatter alle øvrige egenkapitalinstrumenter. Denne gruppen av aksjer får i solvensmodellen et økt kapitalkrav på 10 prosentpoeng sammenlignet med Type 1. Eksempler på Type 2-eksponering er aksjer i emerging markets og private equity.

Når emerging markets-aksjer belastes et 10 prosentpoeng høyere kapitalkrav, samtidig som det typisk tilkommer 10-15 prosentpoeng krav for åpen valutaeksponering, skal det mye til for at denne typen investering blir kapitaleffektiv. Forventet meravkastning sammenlignet med Type 1-aksjer må være i området to til tre prosentpoeng pr. år for at de to alternativene skal fremstå like kapitaleffektive.

Det samme gjelder for PE-eksponering. Kapitalkravet for unoterte aksjer er 10 prosentpoeng høyere enn for Type 1-eksponering, og PE-investeringene er gjerne ikke valutasikret. Dersom Type 1-aksjer har avkastningsforventning på 8 prosent, bør PE-investeringene forventes å gi nærmere 10-11 prosent årlig for å fremstå like attraktive ut fra en kapitaleffektivitetsvurdering.

Nærmere om high yield

I vår dialog med ulike investorer ser vi en tendens til at de gjerne er mer timing-orientert i high yield-investeringer. Siden high yield ikke er definert som egen aktivaklasse, ønsker de kun å holde kortsiktig HY-eksponering i etterkant av en kraftig spread-utgang. Problemet er at dette helst oppstår i forbindelse med nedgang i aksjemarkedet. På slike tidspunkter prioriteres oppvekting av aksjer for å holde fast ved strategien. Med dette utgangspunktet blir investeringer i high yield så å si aldri aktuelt.

Denne tradisjonelle tilnærmingen til high yield mener vi er uhen-siktsmessig. Som vi ser av kapitaleffektivitetsgrafen utmerker særlig nordisk high yield seg med høy effektivitet, uansett om kapitalkravet for aksjer er lavt eller høyt. Det samme gjelder også for global high yield, selv om forskjellene mot andre investeringer ikke er like markante.

Konsekvensen av et tradisjonelt oppsett med fokus på å maksimere aksjeandelen er at pensjonskassene samtidig tvinges til å holde en høy andel investment grade i den øvrige porteføljen. Som grafen viser, fremstår særlig global IG lite attraktiv, grunnet høye kapitalkrav.

Når er det egentlig gunstig å investere i high yield? Av grafen finner vi at aksjer fremstår som like kapitaleffektivt som nordisk high yield når kapitalkravet for aksjer faller ned mot 29 prosent. I så fall er det hensiktsmessig å prioritere oppvekting av aksjer. Dette er tilfeldigvis akkurat på samme tidspunkt som spread-nivået for high yield er som høyest og high yield på isolert basis fremstår mest attraktiv.

Det varierende kapitalkravet for aksjer gjør at high yield blir relativt mer attraktivt på tidspunkter hvor kapitalkravet for aksjer normaliseres mot 39 prosent, eller når det stiger til høyere verdier mot 49 prosent. Altså ser det ut fra grafen ut som en bedre innfallsvinkel å holde high yield som en mer langsiktig investering. På tidspunkter med lave kapitalkrav for aksjer kan high yield undervektes, dersom det er ønskelig å prioritere

aksjekjøp. På tidspunkter med høye kapitalkrav for aksjer vil spread-nivåene for high yield også være lavere, slik at aktivaklassen kan undervektes av den grunn.

Oppsummert virker det da fornuftig å holde high yield langsiktig som en egen aktivaklasse, og vurdere undervekt på tidspunkter kapitalkravet for aksjer er ekstra lavt eller ekstra høyt.

Månedsutvikling

Absolutte avkastningstall pr. 31.07.2026

	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	2,7 %	5,7 %	4,3 %	3,5 %	0,6 %	0,7 %	27.09.1999
Pareto Obligasjon C	2,3 %	6,7 %	4,9 %	4,3 %	1,2 %	1,5 %	11.11.2019
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK*	4,4 %	8,8 %	6,6 %	5,7 %	2,7 %	6,6 %	15.05.2017
Pareto Nordic Credit Opportunities I NOK	6,1 %			11,0 %		1,7 %	13.06.2025
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK**	2,2 %	6,4 %	3,5 %	3,3 %	4,7 %	5,7 %	15.08.2016
Pareto Nordic Equity I NOK	-2,6 %	11,5 %	4,6 %	9,7 %	13,6 %	15,8 %	31.10.2018
Pareto Aksje Norge I	9,7 %	18,3 %	14,0 %	12,9 %	13,1 %	18,2 %	06.09.2001
Pareto Global I	-7,2 %	7,8 %	8,0 %	10,8 %	13,1 %	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. 31.07.2026

	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	-8,8 %	0,1 %	2,7 %	2,8 %	6,2 %	8,4 %	OSEFX
Pareto Global I	-10,9 %	-7,9 %	-4,8 %	-0,7 %	6,0 %	6,2 %	NDDUWI
Pareto Nordic Equity I NOK	-4,4 %	0,8 %	-1,1 %	-2,7 %	5,6 %	9,1 %	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-investeringsmulighetene 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



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 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