

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev 03-2025

Endrede rammebetingelser i rentemarkedene, og problemer ved institusjonelle paradigmer

I denne utgaven av Paretos Aktuelle ser vi nærmere på hvordan renteforvaltning er tilpasset et endret økonomisk landskap.

Etiske vurderinger i endring: Våpen, krig og behovet for egne beslutninger

Hva betyr det egentlig å investere ansvarlig i en verden som er i stadig endring?

Oppdatering aktuelle Pareto-fond

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



FINANS

Endrede rammebetingelser i rentemarkedene, og problemer ved institusjonelle paradigmer

Det begynner å virke stadig mer sannsynlig at verden står på terskelen av et regimeskifte, både på det politiske og det økonomiske plan. I denne utgaven av Paretos Aktuelle vil vi diskutere mulige konsekvenser for investeringene i renteporteføljen.

Et sentralt poeng er hvordan institusjonell 'stivbenthet' kan vanskeliggjøre tilpasningene. Det å følge 'etablert god praksis' og holde fast ved en gitt strategi er å anbefale i normale markeder. Men det er ikke nødvendigvis en fordel når investeringsklimaet er i forandring. John Maynard Keynes skal ha uttalt at «When the facts change, I change my mind. What do you do, Sir?».

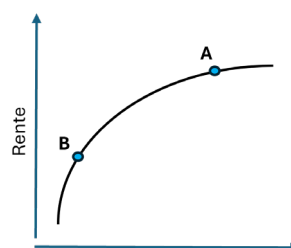
De seneste fem årene viser at renteinvestorer må være mer åpne for endringer og myke opp på den tradisjonelle tilnærmingen der en renteportefølje i hovedsak skal ha lang durasjon. I et regime med tidvis høyere inflasjon er det sikrere, og vårt innspill, å dreie mer i retning av kanskje heller kortere strategisk rentedurasjon.

I det følgende gir vi tre eksempler på typiske utslag forårsaket av institusjonelle imperativer under en tid med forandring.

1. Lang durasjon – «ri yield-kurven»

Renteinvestorer har lært at en stigende rentekurve belønner lengre durasjon. Dette skyldes to effekter: (i) høyere rente lenger ut på kurven, og (ii) «roll-down-effekten» – obligasjoner diskonteres da med en lavere rente når durasjonen avtar. Avkastningen er derfor høyere i starten av løpetiden og lavere mot forfall.

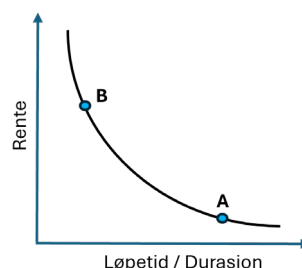
Figur 1 viser en stigende kurve. Et fond med en gitt durasjon kjøper obligasjoner ved punkt A og holder dem til de når punkt B. Deretter reinvesteres det i nye obligasjoner ved punkt A.



Figur 1: Stigende rentekurve

I dette stiliserte eksempelet vil det sjelden være mer attraktivt å investere omkring punkt B enn punkt A. Kun i perioder med renteoppgang vil det lønne seg med kortere durasjon.

Er det sannsynlig at vi også fremover kan få lengre perioder med en fallende (invers) rentekurve, som illustrert i figur 2? I lærebokens reneste eksempler skal det ikke skje, siden man da må betale for å ta høyere risiko – og attpåtil med ekstra utslag fra en negativ roll-down-effekt.



Figur 2: Invers rentekurve

En vanlig antagelse har vært at slike perioder har vært kortvarige og midlertidige. Nå har vi sett at det ikke nødvendigvis trenger å være slik. De siste tre årene har korte renter ligget godt over rentene på lengre løpetider i de vestlige økonomiene. I dollarmarkedet har toårsrenten ligget opp mot 150 basispunkter over tiårsrenten (feilaktig brukt som resesjonsindikator, men det er en annen sak). Den samme differansen i norske kroner var rundt 100 basispunkter.

Utvider vi statistikken til fem år, har den samme differansen ligget i intervallet pluss 100 til minus 100 basispunkter. Det har altså ikke vært noen gevinst i å ta den høyere renterisikoen som høyere durasjon innebærer, da helningen har endret seg som følge av høyere renter. For obligasjonsfond er det jo dessuten slik at renterisiko er en systematisk risiko man ikke kan diversifisere seg bort fra med flere utstedere – slik man kan med kredittrisiko.

I den virkelige verden preges mange land av høy statsgjeld. Problemet kan løses på flere måter, og en ikke usannsynlig løsning er å la inflasjonen stige – enten fordi markedskreftene skyver den opp, eller fordi politikerne legger til rette for det. Dette er altså noe som god risikostyring må ta høyde for. Og da fremstår obligasjoner med flytende rente som den beste forsikringen.

2. Korrelasjoner mellom lange obligasjoner og aksjer

Et annet forhold som gjerne tas for gitt er at lengre renteinvesteringer har bedre diversifiseringsegenskaper i en portefølje. Det antas at korrelasjonen mellom lange obligasjoner og aksjer er lav eller negativ. Dette fordi kapitalen flyttes fra 'risikable aksjer' til 'sikre lange obligasjoner' under perioder med finansiell uro. Dermed stiger obligasjonene i kurs samtidig som aksjene kommer inn i korreksjonsmodus.

Er dette en sammenheng som kan sies å være robust?

Finanshistorien peker ikke helt i den retning. I en studie kalt «[A Changing Stock-Bond-Correlation](#)» tar firmaet AQR for seg samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner over perioden 1900-2023. Det anerkjente mønsteret at samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner er lav eller negativ viser seg å ha vært et slags unntakstilfelle i perioden etter år 2000. Før den tid var det stort sett positiv korrelasjon, med kun tre kortere perioder på 1930-tallet, 1940-tallet og 1960-tallet hvor det var negativ samvariasjon.

Det er ikke bare empirisk belegg for positiv korrelasjon. Det er også en god teoretisk forklaring. Aksjer har høy implisitt durasjon, slik vi har redegjort for i en tidligere utgave av Paretos Aktuelle. Dette innebærer at de reagerer på renteendringer på noenlunde samme måte som obligasjoner med lang durasjon. Å forvente at disse to aktivaklassene da skal ha negativ korrelasjon, er direkte ulogisk. Tvert imot er det i utgangspunktet all grunn til å forvente at korrelasjonen reduseres eller blir negativ om man isteden velger obligasjoner med lav durasjon.

Igjen ser vi at et institusjonelt fastlåst tankesett om at lang rentedurasjon er «riktig» i en portefølje kan føre til at investorer ikke helt evner å tilpasse seg ett nytt og kanskje langvarig regime.

3. Et todelt IG-rentemarked

Et tredje eksempel på effekter av institusjonelle paradigmer er fokuset på pris, særlig i investment grade renteforvaltning. Slik vi beskriver det her kan dette føre til en klar segmentering og todeling av markedet.

At pris er et viktig seleksjonskriterium er fornuftig i seg selv og går på at forskjellene mellom ulike IG-renteplasseringer er mindre enn i andre markeder, slik at priselementet er mer avgjørende. Men prislelementet gir følgeeffekter: Noen få enkeltstrategier i markedet tilføres nesten all kapital, og hver for seg blir de svært store sett opp mot totalmarkedet. Hver enkelt av disse strategiene må ut fra sin størrelse i stor grad speile totalmarkedet, noe som gjør at handelen dem imellom blir mer begrenset og likviditeten i markedet preges av det. Det blir også mindre diversifiseringsgevinst av å spre seg på flere strategier enn det ville vært med flere mindre aktører.

Hva medfører dette for dynamikken i forvaltningen? Gitt en tid begrenset likviditet ser vi at disse store strategiene innretter seg mer mot buy-and-hold. For å kunne skape langsiktig meravkastning er det da rasjonelt å dreie porteføljen mot noe lengere durasjon.

En annen konsekvens av denne markedskonstruksjonen er at store strategier allokerer relativt mer kapital til større utstedere. Det fører for eksempel til billigere funding for store banker og dyrere funding for små. De mindre utstederne blir rett og slett for små til å gjøre særlig utslag i porteføljen til disse store strategiene. Slik ser vi at det skapes en todeling av rentemarkedet også på utstedersiden.

Tilbake på investorsiden er det en annen gruppe aktører enn de foran beskrevne store strategiene. Dette er primært rentefond av mindre størrelse, samt mellomstore institusjonelle investorer som investerer i enkeltpapirer. Siden disse aktørene forvalter mindre volum, kan de investere på en annerledes måte enn de største aktørene.

Vi kan bruke vårt eget fond Pareto Obligasjon som eksempel. Våre beregninger tilsier at vi med dagens strategi kan øke volumet opp mot 15 milliarder uten at dette påvirker graden av aktive muligheter i fondet. For et volum som stiger fra 15 til 30 milliarder går den aktive graden nedover og det i raskt økende grad for volumer på 20 milliarder eller mer.

Hva betyr dette i praksis? Som et eksempel har vårt eget fond Pareto Obligasjon over de siste fem år om lag 2 prosentpoeng høyere årlig avkastning enn sammenlignbare store strategier. Vår egen vurdering er at ca. 1,1 %-poeng av dette stammer fra forskjeller i rentedurasjon, ca. 0,7 %-poeng fra mer dynamisk kreditteksponering, og ca. 0,2 %-poeng pr. år fra likviditetspremie tilknyttet mindre utstedere. Her er det interessant å registrere at nettopp mindre størrelse kombinert med et marked med veldig store konkurrerende enkeltstrategier har gjort det lettere å manøvrere porteføljen for å utnytte muligheter nderveis.

Det viktigste poenget i denne teksten er imidlertid at det institusjonelle oppsettet kan føre til en mer stivbent innretning.

Særlig vil de store strategiene ofte ha en tendens til å være mer bundet inn mot en strategi med noe lengre rente- og kreditt-durasjon. Dersom regimet taler for større grad av kortere durasjon, er det ikke nødvendigvis så enkelt for disse store aktørene å dreie porteføljene i den retning uten å markant påvirke kursnivåene.

Nytt regime: «Certificates of confiscation»?

La oss gruble litt mer over hvordan verden vil se ut dersom inflasjonen tar seg opp – enten det nå fremstår som en indirekte løsning på statsgjeldproblemet, eller skyldes andre strukturelle endringer i økonomien.

Leon Cooperman, kjent for blant annet å ha bygget opp kapitalforvaltningen til Goldman Sachs, skal på det sene 1970-tall ha omtalt obligasjoner som «certificates of confiscation». Dette var rettet mot en situasjon hvor myndighetene ble beskyldt for å målrettet skape høy inflasjon, samtidig som de nominelle rentene ble holdt lavere. Negative realrenter tærte over tid på kjøpekraften, og på begynnelsen av 1980-tallet var realverdien for lange obligasjonsstrategier mer enn halvert siden etterkrigstiden. Styringsrenten i USA ble da satt kraftig opp av daværende sentralbanksjef Paul Volcker, og tapene var store for eiere av fastkuponobligasjoner med lang durasjon.

Her er det ikke nødvendigvis realisert inflasjon som er problemet. Gitt at markedet begynner å forvente en vesentlig oppgang i inflasjonen, er det naturlig å forvente at nominelle renter stiger. Og dersom markedet forventer at økt inflasjon vil ha en mer kortvarig karakter, for eksempel som et prishopp grunnet økte tollsatser, vil renteoppgangen kunne bli klart høyere i den korte enden.

I så fall vil vi altså få en ny situasjon der høyere risiko fra høyere durasjon belønnes med lavere avkastning. Vi tør ikke angi noen form for sannsynlighet her, men vi vet i hvert fall at det er tre og et halvt år til neste presidentvalg i USA. Og i mellomtiden stiger statsgjelden.

Hvis nå myndighetene ønsker å få ned statsgjelden, er ikke høyere renter noen ønskelig situasjon. For å motvirke dette kan myndighetene innføre ulike former for tiltak som gjør at spesielt institusjonelle investorer blir tvunget til å kjøpe obligasjonene. Det kan være snakk om mildere kapitalkrav til fordel for statsobligasjoner, samtidig som det innføres høyere kapitalkrav for andre aktiva. Eller det kan være reguleringer tilsvarende det amerikanske 'regulation Q', hvor det ble satt tak på nominelle rentenivåer og spesielt bankinnskudd. Mer ekstremt kan det være snakk om å begrense kapitalflyt over landegrenser, og å låse inn eksisterende kapital fra utenlandske investorer i det innenlandske finansmarkedet.

Institusjonelle investorer er mer utsatt for slike tiltak enn private investorer. Myndighetene har flere virkemidler for å styre kapitalen fra de disse aktørene. Altså medfører dette større behov for «føre var-tiltak» for de institusjonelle investorene – som i dag har liten erfaring med konsekvenser av store regimeskift.

Med den innsikt vi har i institusjonelle plasseringer, ikke minst gjennom vår pensjonskassedatabase, er det vanskelig å se at mange har posisjonert seg for å tilpasse risikoen til en slik situasjon. Men det ville kanskje ikke vært så dumt slik verden nå ser ut?

ESG

Etiske vurderinger i endring: Våpen, krig og behovet for egne beslutninger

Pareto Asset Management signerte FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (UN PRI) i 2014. Den gang var dette en relativt ny standard, med kun rundt 1 300 tilsluttede forvaltere globalt. Vår tilslutning ble en naturlig del av vårt arbeid med etikk og bærekraft, og vi la oss tidlig på en linje der vi både fulgte NBIMs og Etikkrådets anbefalinger – og samtidig åpnet for egne vurderinger.

Særlig våpenrelaterte selskaper har vært gjenstand for slike egne vurderinger. Blant de første vi utelukket var Kongsberg Gruppen – et selskap som ikke kunne ekskluderes av NBIM fordi det er norsk og dermed utenfor deres mandat. Etter hvert fulgte svenske Saab og amerikanske Fluor og Heico. Disse eksklusjonene bygget på prinsippet om at vi ikke skal investere i selskaper som utvikler våpen i strid med humanitære prinsipper eller selger våpen til land under sanksjoner støttet av Norge.

Over tid ble slike vurderinger nærmest en rutine – lite debat-

tert og i stor grad akseptert som en del av vår profil. Men etter den russiske invasjonen av Ukraina i 2022 begynte vi å se en dreining i hvordan forsvarsindustrien ble vurdert. Behovet for et sterkt forsvar – også i Europa – ble igjen et tema i offentligheten, og flere av våre kunder begynte å stille spørsmål ved tidligere utelukkelse, spesielt av Kongsberg Gruppen.

Dette førte til at vi tok et steg tilbake og stilte oss selv et grunnleggende spørsmål: Hva betyr det egentlig å investere etisk og ansvarlig i en verden som er i stadig endring? Målet er fortsatt å unngå investeringer som gjør verden verre, og samtidig identifisere selskaper som på lang sikt er godt posisjonert både etisk og økonomisk. Men dette krever evne og vilje til å revurdere. Resultatet av denne prosessen var at vi besluttet å reinkludere Kongsberg Gruppen, Saab og Heico i vårt investeringsunivers. Dette var ikke en reaksjon på aksjekurser, men et uttrykk for prinsipiell refleksjon.

Månedsutvikling

Absolutte avkastningstall pr. 30.05.2025

	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	2.2 %	5.1 %	3.3 %	3.4 %	0.8 %	0.7 %	27.09.1999	Art.8
Pareto Obligasjon C	2.6 %	6.2 %	4.4 %	4.2 %	1.3 %	1.6 %	11.11.2019	Art.8
Enter Klimatfokus Ränta D	1.2 %	4.1 %	3.0 %	2.2 %	1.5 %	2.3 %	14.12.2018	Art.9
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK	3.2 %	7.7 %	7.7 %	5.3 %	3.0 %	7.0 %	15.05.2017	Art.8
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK	2.3 %	5.2 %	4.6 %	3.0 %	4.8 %	6.0 %	15.08.2016	Art.9
Pareto Aksje Norge I	6.4 %	8.3 %	17.3 %	12.4 %	15.4 %	18.5 %	06.09.2001	Art.8
Pareto Global I	-5.1 %	16.1 %	15.6 %	11.6 %	12.5 %	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. 30.05.2025

	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	-4.0 %	0.8 %	3.4 %	2.9 %	6.1 %	8.4 %	OSEFX
Pareto Global I	0.5 %	-0.3 %	0.3 %	0.4 %	5.3 %	6.0 %	NDDUWI

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

Fondskommentarer og nøkkelinformasjon

Fond		SFDR klassifisering	Månedrapport	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	
Enter Klimatfokus Ränta D	Aktivt forvaltet rentefond som investerer i bærekraftige obligasjoner utstedt av selskaper med god kredittkvalitet	art. 9	Klikk her	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 Aksje Norge I	Verdiinvestor i næringer der Norge har konkurransefortrinn	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her
Pareto Global I	Verdiinvestor i globale høykvalitets-selskaper 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 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 utelatelser. 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.

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