

Denne måneden kan du lese mer om:

- **Howard Marks (side 1-3)**
I en serie på tre sammenhengende nyhetsbrev vil vi omtale teoriene til tre prominente personligheter i finans. Først ut er Howard Marks.
- **Nye ESG-krav under MiFID II (side 4)**
Etter justeringer i MiFID (Markets in Financial Directice) II og IDD (Insurance Distribution Directive), er kapitalforvaltningsselskaper pålagt å avdekke bærekraftsprefranser ved innsalg av produkter til kundene.
- **Oppdatering aktuelle Pareto-fond (side 5)**
Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



Howard S. Marks
Amerikansk investor, forfatter og en pionér i high yield-investeringer

Månedens finansielle tema

Howard Marks

Som vi diskuterte i vårt nyhetsbrev for februar, er vi i Pareto Asset Management tilbakeholdne med å vektlegge makroorienterte temaer i vår operasjonelle forvaltning. For det første blir det kun gjetning hvordan makroøkonomien utvikler seg på kort og mellomlang sikt. For det andre er det mange investorer som prøver å posisjonere porteføljene inn mot slike temaer. Vår erfaring er derfor at vi oftere taper på slik posisjonering enn motsatt.

Når dette er sagt, har vi samtidig respekt for at visse makrotemaer kan være av avgjørende betydning. Et eksempel på dette er QE-politikken. Selv om vi underveis ikke kunne forutse hvor mye sentralbankene ville være villige til å vokse sine balanser, er det i ettertid lett å se hvordan de kvantitative lettelsene har drevet kapitalmarkedene.

Derfor, når vi nå ser konturene av et nytt potensielt viktig makrotema, er dette noe vi ønsker å dele med deg som leser.

Tre nyhetsbrev med makrotema

I en serie på tre påfølgende nyhetsbrev vil vi beskrive de mulige endringene det er snakk om. Siden vi i vår daglige forvaltning ikke legger spesielt mye vekt på makroøkonomi, vil vi gjøre dette med å omtale teoriene til tre prominente personligheter i finans: Howard Marks, Ray Dalio og

Russell Napier. Vi tar dette i kronologisk rekkefølge. Denne månedens artikkel har vi derfor døpt «Howard Marks».

Før vi fortsetter vil vi skyte inn at disse teoriene ikke direkte må sees på som Pareto Asset Management sitt syn. Vårt mål er å viderefremde tanker vi finner interessante og som gjerne kan bli av avgjørende verdi.

Howard Marks

Howard S. Marks er en amerikansk investor og forfatter. Han er en pionér i high yield-investeringer med sin 53 års lange erfaring. Marks er en av grunnleggerne bak Oaktree Capital Management, en av verdens største «distressed debt»-investorer. Han er også høyt respektert for sine investeringsbrev og bøker. Warren Buffett har beæret ham med følgende uttalelse: «Når jeg får notater fra Howard Marks inn i mailboksen min, er de det første jeg åpner og leser. Jeg lærer alltid noe, og det gjelder i dobbelt forstand den nye boken hans.» (I forbindelse med lansering av boken 'The Most Important Thing').

«Sea change»

I desember 2022 sendte Marks ut et memo med tittelen «Sea Change». Notatet er tilgjengelig via denne linken: <https://www.oaktreecapital.com/insights/memo/sea-change> Marks sier følgende i introduksjonen: «I løpet av mine 53 år i investeringsverdenen har jeg opplevd flertallige økonomiske sykluser – maniaer – panikker – bobler og krasj,

men jeg husker bare to virkelig store strukturelle forandringer («sea changes»). Jeg tror vi kan stå ved starten av en tredje i dag.”

Den første strukturelle forandringen

I starten av notatet beskriver Marks fokuset til investorene da han startet i finansbransjen i 1969. På den tiden var «Nifty Fifty» det regjerende temaet. Dette dreide seg om en gruppe på 50 store, populære selskaper. De var kjent som «one-decision stocks», fordi tankesettet var at disse kvalitetselskapene bare kunne kjøpes og legges i skuffen, uansett pris. Inntjeningen var så god, veksten så høy og kvaliteten så ekstraordinær at det langsiktig ikke spilte noen større rolle hvilken pris man betalte.

Men som alltid er lærdommen at ethvert selskap er en god investering til én pris, og en dårlig investering til en høyere pris. Investorer som kjøpte gruppen av «Nifty Fifty»-aksjer i 1969, ble påført et tap på over 90 prosent i løpet av de påfølgende fem år.

En annen holdning som regjerte på denne tiden, var at high yield-obligasjoner ikke ble ansett som investerbare. Ratingbyrået Moody's beskrev obligasjoner med B-rating som «failing to possess the characteristics of a desirable investment». Fra midten av 1970-tallet fikk Michael Milken og kolleger gradvis gjennomslag for et endret tankesett: Bare rentene på slike obligasjoner var høye nok, kunne de anses som investerbare. Holdningene endret seg fra å bare tenke risiko til å tenke mer i retning av risikojustert avkastning.

Denne endrede mentaliteten er ifølge Howard Marks den første bølgen av «sea change». Det nye tankesettet med fokus på risikojustert avkastning ga grunnlag for utviklingen av både high yield-markedet, private equity-bransjen, og mer. Det var ikke lenger bare de store selskapene som hadde mulighet til å finansiere oppkjøp. Muligheten for mer universal giring ga en helt ny dynamikk i finansmarkedene.

Den andre strukturelle forandringen

Det kom en stor inflasjonsbølge på tidlig 1970-tall. Oljekartellet OPEC tok grep i 1973-74 slik at oljeprisen økte fra 24 til 65 dollar på under et år. Økonomien var mer oljeintensiv enn i dag. Prisøkningen hadde derfor betydelig indirekte effekt på andre priser. Fagforeningene var også sterke. Med stigende priser kom krav om stigende lønninger. En inflasjonsspiral var i gang. Inflasjonen i USA steg fra 3,2 prosent i 1972 til 11 prosent i 1974. Den falt tilbake til området 6-9 prosent de fire påfølgende år, før det kom en ny topp på 11,4 prosent i 1979 – da vi også fikk en ny topp i oljeprisen.

Paul Volcker tiltrådte som sentralbanksjef i Federal Reserve i 1979 og var fast bestemt på å ta grep om inflasjonen. Styringsrenten i USA ble økt til en topp på 19 prosent i 1981. Som en konsekvens falt inflasjonen tilbake til 3,2 prosent i slutten av 1983.

Volckers handlinger innledet en periode med fallende renter over de neste fire tiårene frem mot 2020. Denne strukturelle forandringen fra stigende til langsiktig fallen-

de renter er hva Howard Marks benevner den andre store episoden av «sea change» i sin karriere.

Disse to grunnleggende forandringene kom tett på hverandre. I kombinasjon la dette grunnlag for (a) reetablert optimisme, (b) profittjag gjennom mer aggressive investeringer, og (c) fire fantastiske tiår for aksjer og lange obligasjoner.

Som Howard Marks skriver er det flere årsaker til at denne perioden på omkrig 40 år ble så god for både aksje- og obligasjonsavkastning, men fallende renter anses som den viktigste.

«Sea change» 2023

Howard Marks er som alltid forsiktig med å uttrykke eksplisitte markedssyn. Når han går over til å diskutere de store strukturelle endringene han ser komme, gjøres dette med mer vage formuleringer. Ting må leses litt mellom linjene – han sier ikke bent ut hvilke enorme omveltninger han snakker om. Den viktigste antydningen i så måte er at dette er den første episoden av «sea change» han har opplevd som investor på over 40 år.

Bakteppet er først og fremst at rentenivåene falt til over 5000 års lave nivåer sommeren 2020. Siden den tid har ting snudd. Selv om inflasjonen i det korte bildet har vært drevet av flaskehalser som etter hvert vil reduseres, er det en rekke faktorer som gjør at den langsiktige trenden ser ut til å ha reversert mot høyere rentenivåer. Marks beskriver øyeblikksbildet gjennom følgende tabell:

	2009 to 2021	Today
Fed behavior	Highly stimulative	Tightening
Inflation	Dormant	40-year high
Economic outlook	Positive	Recession likely
Likelihood of distress	Minimal	Rising
Mood	Optimistic	Guarded
Buyers	Eager	Hesitant
Holder	Complacent	Uncertain
Key worry	FOMO	Investment losses
Risk aversion	Absent	Rising
Credit window	Wide open	Constricted
Financing	Plentiful	Scarce
Interest rates	Lowest ever	More normal
Yield spreads	Modest	Normal
Prospective returns	Lowest ever	More than ample

Selv om sentimentskiftet kan virke negativt, gir det et sunnere utgangspunkt for finansmarkedene. Det er ikke lenger slik at investorer må forvente «nullavkastning» i alle aktivklasser. Det har igjen blitt mulig å sette sammen porteføljer som kan forventes å gi mer normalisert avkastning.

Men når det gjelder hvordan det er hensiktsmessig å skru

sammen porteføljene, er det behov for et endret tankesett. På mange måter er situasjonen motsatt av perioden vi hadde mellom 1980 og 2020. Strategier som fungerte godt i det regimet, kan ikke forventes å fungere like godt fremover. Vi tar med avslutningen av «sea change»-notatet i original, og lar Howard Marks få de siste ord uten at vi mister noe av meningsinnholdet gjennom en oversettelse. Vi tillater oss bare å påpeke at GFC er et akronym for (den store) finanskrisen:

“The bottom line for me is that, in many ways, conditions at this moment are overwhelmingly different from – and mostly less favorable than – those of the post-GFC climate described above. These changes may be long-lasting, or they may wear off over time. But in my view, we’re unlikely to quickly see the same optimism and ease that marked the post-GFC period.

We’ve gone from the low-return world of 2009-21 to a full-return world, and it may become more so in the near term. Investors can now potentially get solid returns from credit instruments, meaning they no longer have to rely as heavily on riskier investments to achieve their overall return targets. Lenders and bargain hunters face much better prospects in this changed environment than they did in 2009-21. And importantly, if you grant that the environment is and may continue to be very different from what it was over the last 13 years – and most of the last 40 years – it should follow that the investment strategies that worked best over those periods may not be the ones that outperform in the years ahead.

That’s the sea change I’m talking about.”

Månedens ESG-tema

Nye ESG-krav under MiFID II

Etter justeringer i MiFID (Markets in Financial Directice) II og IDD (Insurance Distribution Directive), er kapitalforvaltningsselskaper pålagt å avdekke bærekraftspreferanser ved innsalg av produkter til kundene. På europeisk plan trådte de nye reguleringene i kraft den 2. august 2022, mens de samme reguleringene ble tatt inn i norsk rett fra starten av 2023.

Investeringsrådgivere har strenge krav på seg med hensyn til behovsavdekking i forbindelse med finansiell rådgivning overfor kunder. Kravene er spesielt strenge for såkalte «ikke-profesjonelle kunder». Kravene er noe lempeligere hva angår «profesjonelle kunder», som for eksempel omfatter konsesjonspålagte investorer slik som pensjonskasser.

Uansett vil det fremover være krav om å avdekke kundenes eventuelle bærekraftspreferanser. Dersom kundene defineres å ha slike preferanser, har rådgiver ikke lov til å selge produkter som ikke hensyntar slike preferanser. ESG-preferansene og rådgivningsprosessen tilknyttet dette skal være godt dokumentert. For deg som kunde innebærer dette at investeringsrådgiveren vil stille deg spørsmål for å gjøre slik behovsavdekking. Det innebærer også at rådgiveren eventuelt vil bli mer selektiv med tanke på hvilke produkter hun/han kan presentere.

En investor kan ta forskjellige ståsted når det gjelder ESG. Noen hensyntar ikke ESG. Av de som inkorporerer ESG, er det som listet opp av Morningstar, seks ulike innfallsvinkler:

1. Ekskludering av selskaper
2. Begrensing av ESG-risiki
3. Søke ESG-muligheter
4. Aktiv eierstyring
5. Fokus på gitte ESG-tema
6. «Impact-investeringer»

Hvordan det europeiske regelverket definerer bærekraftspreferanser

MiFID II definerer bærekraftspreferanser gjennom tre kategorier, som listet opp nedenfor. Kundens spesifikke preferanser defineres ved å angi om og i hvilken grad en eller flere av følgende finansielle produkter skal integreres i vedkommendes investering:

1. **Taksonomi-orientert:** Finansielle produkter som skal oppnå en minimumsandel av investeringer, som nærmere fastsatt av kunden, som er bærekraftige i henhold til EU taksonomien («taxonomy-aligned»)
2. **SFDR-orientert:** Finansielle produkter som skal oppnå en minimumsandel av investeringer, som nærmere fastsatt av kunden, som er bærekraftige i henhold til SFDR, eller
3. **PAI-orientert:** Finansielle produkter som vurderer

vesentlige negative påvirkninger investeringsbeslutninger har på bærekraftsfaktorer («Principal Adverse Impacts»)

Kategoriene er basert EU taksonomien og SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation).

Dersom investor har bærekraftspreferanser som nevnt i punkt 1 og 2 er det en forutsetning at det finansielle produktet foretar bærekraftige investeringer, og at andelen av slike investeringer samsvarer med investorens oppgitte minimumsandel. Dette medfører en videre utfordring i det definisjonen av hva som er «taxonomy-aligned» og/eller i samsvar med SFDR fortsatt ikke er tydelig definert. Dette vil bli enklere så snart selskapene selv begynner å rapportere på disse variablene.

En annen mulighet er å innrette seg etter en eller flere Principal Adverse Impacts-indikatorer mer spesifikt, slik som angitt i punkt 3. Dette kan være karbonutslipp, eksponering mot fossile selskaper, brudd med FNs Global Compact prinsipper, lønnsforskjeller mellom kjønnene, styresammensetning, m.v.

Morningstar har utarbeidet en anbefaling for hvordan investeringsrådgivere og leverandører kan tilnærme seg de nye kravene. Denne har tittelen «MiFID II: Understanding Your Client's Sustainability Preferences». Siden det inntil videre er noe begrensede datapunkter for ESG, er anbefalingen foreløpig at de regulatoriske kravene møtes ved bruk av kategoriene artikkel 8- og artikkel 9-produkter. Etter hvert som selskapene i større grad begynner å rapportere relevante datapunkter, vil det være mulig å bli enda mer spesifikk i formuleringen av bærekraftspreferanser.

Månedsutvikling

Fire institusjonelle fond

Absolutte avkastningstall pr. 28.02.2023

(Annualisert for perioder > 1 år)	Absolutt avkastning				Absolutt risiko		
	1 mnd.	Hiå.	5 år	Fra oppstart	St.avvik 5 år	St.avvik oppstart	Oppstart dato
Pareto Nordic Corporate Bond I *	1.0 %	2.6 %	3.9 %	4.0 %	8.9 %	8.2 %	20.11.2015
Pareto ESG Global Corporate Bond I **	0.2 %	2.7 %	0.8 %	2.0 %	7.6 %	6.3 %	23.03.2015
Pareto Aksje Norge I	5.3 %	8.6 %	11.4 %	12.6 %	19.6 %	19.2 %	06.09.2001
Pareto Global I	-0.9 %	8.0 %	12.6 %	11.1 %	14.3 %	14.4 %	31.12.2007

* B-klassen for historikk fra oppstart. ** D-klassen for historikk siste 5 år og fra oppstart

Relative avkastningstall pr. 28.02.2023

(Annualisert for perioder > 1 år)	Relativ avkastning				Relativ risiko		
	1 mnd.	Hiå.	5 år	Fra oppstart	TE 5 år	TE oppstart	Indeks
Pareto Aksje Norge I	2.1 %	2.3 %	2.9 %	3.4 %	6.5 %	8.8 %	OSEFX
Pareto Global I	-2.0 %	-1.7 %	-0.3 %	0.8 %	5.7 %	6.1 %	NDDUWI

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

Fondskommentarer og nøkkelinformasjon

Pareto Nordic Corporate Bond – Konservativ nordisk high yield med kort rente- og kredittvarighet (SFDR art. 8)

- [Siste månedsrapport \(andelsklasse I\)](#)
- [Nøkkelinformasjon](#)
- [SFDR fondserklæring](#)

Pareto ESG Global Corporate Bond – En pionér innen globale ESG high yield obligasjoner (SFDR art. 9)

- [Siste månedsrapport \(andelsklasse I\)](#)
- [Nøkkelinformasjon](#)
- [SFDR fondserklæring](#)

Pareto Aksje Norge - Verdiinvestor i næringer der Norge har konkurransefortrinn (SFDR art. 8)

- [Siste månedsrapport \(andelsklasse I\)](#)
- [Nøkkelinformasjon](#)
- [SFDR fondserklæring](#)

Pareto Global - Verdiinvestor i globale høykvalitetsselskaper med ledende ESG-profil (SFDR art. 8)

- [Siste månedsrapport \(andelsklasse I\)](#)
- [Nøkkelinformasjon](#)
- [SFDR fondserklæring](#)

Fagansvarlige

Pensjonskasser



Cato Edvardsen

+47 901 52 215

cato.edvardsen@paretaoam.com



Alex Madsen

+47 932 08 107

alex.madsen@paretaoam.com



Finn Øystein Bergh

Sjefsøkonom og -strateg

finn.oystein.bergh@paretoam.com

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.

Pareto Asset Management AS

Dronning Mauds gate 3
0250 Oslo

Postbox 1810, Vika
NO-0123 Oslo

t: +47 22 87 87 00
e: post@paretoam.com

www.paretoam.com

