

# Paretos aktuelle

## Nyhetsbrev for pensjonskasser

April 2023

- **Ray Dalio (side 1 - 3)**

I en serie på tre sammenhengende nyhetsbrev vil vi omtale teoriene til tre prominente personligheter i finans. Denne gangen er mannen som grunnla verdens største hedgefund, Bridgewater Associates vi skal bli bedre kjent med.

- **Bekreftelse på SFDR-9 kategorisering (side 4 - 5)**

Pareto Asset Management har fem fond under vår Luxembourg Sicav-paraply. All fondsdokumentasjon er nylig revidert av Finanstilsynet i Luxembourg. I mars mottok vi bekreftelsen på at de oppdaterte dokumentene var godkjent.

- **Oppdatering aktuelle Pareto-fond (side 6)**

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



Ray Dalio  
Amerikansk investor, hedgefondforvalter  
og grunnlegger av Bridgewater (1975).

## Månedens finansielle tema

### Ray Dalio

Vi fortsetter vår serie på tre sammenhengende nyhetsbrev med å diskutere et tankesett introdusert av Ray Dalio. I denne månedens artikkel ser vi tilbake på den historiske utviklingen for amerikansk gjeld og rentenivåer fra slutten av andre verdenskrig frem til i dag. En innsikt i hva som har drevet disse variablene i en periode med stigende renter (1944 - 1981) og i en periode med fallende renter (1981 - 2020), vil gi et bedre grunnlag for å bedømme den fremtidige utviklingen. Hva som er å forvente over de kommende tiår er et tema vi vil komme tilbake til i neste måneds artikkel.

I 1975 startet Ray Dalio hedgefondselskapet Bridgewater Associates. Bridgewater har med tiden vokst til å bli verdens største makrohedgefond, med blant annet ca. 1500 ansatte. Fondet har hatt ikke ubetydelig suksess. Alltså kan det være noe å hente fra hvordan de tilnærmer seg de langsiktige økonomiske trendene.

I 2013 publiserte Ray Dalio en 30 minutters video på YouTube kalt «How The Economic Machine Works». Videoen beskriver det grunnleggende rammeverket Bridgewater jobber ut fra. Vi vil skrive kort om de grunnleggende prinsippene her. De som ønsker en mer detaljert innføring kan se videoen på:

<https://www.youtube.com/watch?v=PHe0bXAluk0&t=6s>

I tillegg til videoen bygger vi vår gjennomgang på beskrivelser i boken «Principles for Navigating Big Debt Crises». Under finanskrisen i 2008 bisto Dalio amerikanske myndigheter med rådgivning for å håndtere krisen. I forbindelse med 10-års jubileet for krisen ble Dalio oppfordret av Henry Paulson, Timothy Geithner og Ben Bernanke til å skrive en bok om dette for å dele lærdommen. Boken ble utgitt i 2018.

#### Hvordan den økonomiske maskinen fungerer

I dette notatet blir det for omfattende med en komplett beskrivelse av rammeverket til Dalio. Helt enkelt er det snakk om at økonomien vokser gjennom stadig økende kreditt og belåning. Det er snakk om korte gjeldssykluser, som styres via rentesettingen til sentralbankene – med lavere rentenivåer for hver nye gjeldssyklus. Og det er snakk om lange gjeldssykluser som begynner med lav generell belåning og avsluttes når privatpersoner, bedrifter og land har lånt så mye penger at det til slutt blir vanskelig å sette rentenivåene særlig høyere enn null.

Mens de korte gjeldssyklusene gjerne løper over perioder på fem til åtte år, går de lange gjeldssyklusene over generasjoner. Typisk kan de lange gjeldssyklusene gjerne vare 40-60 år. Den siste lange gjeldssyklusen startet rundt 1980 og varte til 2020. I 1980 var det vestlige samfunnets gjeld i

forhold til BNP nokså lavt, og rentenivåene var høye. Etter som gjeldsnivåene økte, var det mindre og mindre rom for sentralbankene til å sette styringsrenten særlig opp. Dette kulminerte med situasjonen mellom 2008 og 2020, da gjelden kom opp på historisk høye nivåer og rentenivåene kom ned på 5000 års lave nivåer.

Når gjelden i alle land har vokst seg så høy at det ikke er rom for å holde styringsrentene særlig høyere enn null, er det ikke lenger rom for å øke belåningen. Med dette begrensens videre økonomisk vekst. Samfunnet blir låst opp i en situasjon med høy gjeldsgrad og lav videre vekstevne. Det skal heller ikke mye til før privatpersoner eller selskaper havner i problemer når giringen er så høy.

For myndighetene er dette en krevende situasjon. Gjeldsbelastningen må reduseres. Det er fire måter å oppnå dette:

1. Innstramminger (begrense forbruket)
2. Mislighold / restrukturering av gjeld
3. Overføring av penger og kreditt fra de som har mye til de som har mindre
4. Pengetrykking fra sentralbankene

De tre første punktene på listen virker deflatorisk, mens punkt fire virker inflatorisk. Balansert perfekt kan vi få det Ray Dalio kaller «a beautiful deleveraging».

For en privatperson som har brukt opp sin låneevne og ikke klarer forpliktelsene sine, er det naturlig å stramme inn på forbruket. Fra et makroøkonomisk ståsted er en slik tilnærming lite heldig. Så snart noen begynner å stramme inn forbruket, vil det bli mindre inntekter til selskapene. Når mange nok strammer inn, blir det økonomisk tilbakegang. En negativ spiral igangsettes. Dermed er alternativ 1 ovenfor en dårlig løsning for å komme seg ut av den langsiktige gjeldsbelastningen.

Når belåningen i samfunnet er universell, er punkt 2. (mislighold / restrukturering) heller ikke et godt alternativ. En persons gjeld er en annen persons eiendel. Om verdier flyttes fra långivere til låntakere, havner långivere i problemer. Dette er også en selvgenererende negativ spiral.

Altså er det punkt 3 og 4 de realistiske virkemidlene for å resette gjeldssystemet. Sentralbankene må trykke mer penger. Myndighetene må ta opp mer lån som brukes til å holde hjulene i gang. Det er også nærliggende justere skattesystemet for å refordle ressurser fra rike til fattige. I sum skapes det gradvis inflasjon og negative realrenter. Riktig dosert kan dette bidra til at veksten holder seg oppe, samtidig som en stor del av gjelden gradvis inflateres bort.

### 1944 – 1981

Idet andre verdenskrig var i sin avslutning, var det bygget opp høy krigsgjeld i de fleste land. I juli 1944 ble Bretton Woods-systemet initiert. Hensikten var å skape et grunnlag for stabilitet i finans- og pengepolitikken når andre verdenskrig engang ville være over. Den internasjonale bank for gjenoppbygging og utvikling (IBRD) og Det internasjonale

pengefondet (IMF) ble opprettet. Det ble også gjort avtaler om å holde stabile vekslingskurser mellom ulike valutaer gjennom å opprettholde en fast margin for vekslingskursen (+/- 1 %) mot gull. På denne måten ville ingen land jukse med å nedkvittere sin krigsgjeld gjennom devaluering.

I 1948 vedtok USA Marshallplanen, eller offisielt «European Recovery Program». Gjennom dette bidro USA med økonomisk støtte og lån, samt forsyning av næringsmidler og andre varer til 18 europeiske land.

Som det rikeste landet hadde USA også anledning til å utvikle en dollarbasert verdensvaluta. Dette satte de amerikanske myndighetene i posisjon til å generere mer gjeld enn det de hadde gullreserver for. Med dette ble det lagt grunnlag for videre vekst – og det ble lagt grunnlag for høyere inflasjon.

Mellom 1945 og 1971 falt tillitten til dollaren gradvis som følge av at gjelden målt mot gullreserven stadig økte. Dette kombinert med økte utgifter til Vietnam-krigen, samt omfattende pengebruk på sosiale programmer, førte til at USA til slutt i 1971 misligholdt sitt løfte om fast valutakursveksling mot gull. Bretton Woods-systemet ble avsluttet og dagens system med «fiat currencies» ble innført.

Dollaren ble imidlertid videreført som verdensvaluta. Og den amerikanske sentralbanken fortsatte å trykke penger. Oljekrisen i 1974 kastet mer bensin på det ulmende inflasjonsbålet.

Med betydelig negativ realrente falt realverdien av nominelle plasseringer, mens realverdien av gjeld ble redusert. Eksempelvis ble realverdien på 10 års amerikanske statsobligasjoner mer enn halvert mellom 1945 og 1980. Over samme periode ble amerikansk statsgjeld redusert fra et nivå på over 110 prosent av BNP til under 40 prosent av BNP. Inflasjon og negative realrenter i kombinasjon med bra økonomisk vekst var drivkreftene som førte den amerikanske økonomien inn i denne sterke posisjonen ved overgangen fra 1970- til 1980-tallet.

### 1981 – 2020

I 1979 tiltrådte Paul Volcker som sentralbanksjef i Fed. Dette var starten på et nytt regime. Volcker var fast bestemt på å få inflasjonen under kontroll. Han satte styringsrentene raskt opp til 19 prosent og er i ettertid blitt kjent som «mannen som temmet inflasjonen».

Med etter hvert temmet inflasjon var det klart for å sette styringsrentene ned igjen, for på nytt å legge til rette for økende privat belåning og ny vekst. Vi skal ikke gå i dybden på alle enkeltbegivenheter i denne perioden, men nøyer oss med å konstatere at stadige korte gjeldssykluser med stadig reduserte renter og videre låneoptak frem mot 2008 førte den private belåningen i det amerikanske samfunnet til over 140 prosent av BNP, nesten det dobbelte av nivået i 1980. Sentralbankene så det nødvendig å senke rentenivåene kraftig for å berge økonomien, og rentenivåene

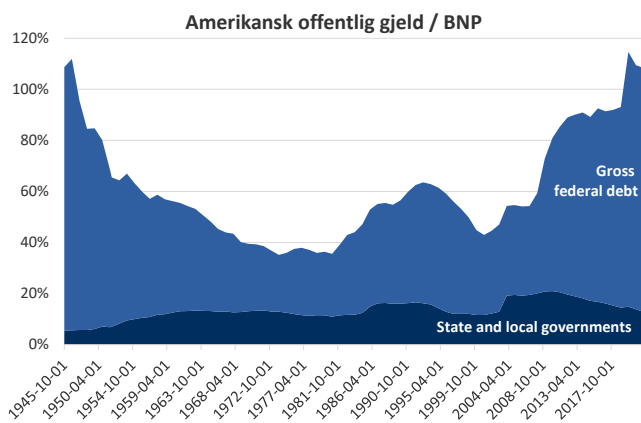
falt til slutt ned til null i 2020.

Dette var slutten på nok en langsiktig gjeldssyklus. Med høye gjeldsnivåer og nullrente er det ikke mulig å videreføre den samme makroøkonomiske politikken vi har hatt fra 1980 inntil i dag. Med tiltagende inflasjon og tilstrammende politikk fra sentralbankene har vi antakelig påbegynt et nytt regime.

### En oppsummering i grafs form

Vi avrunder vår gjennomgang fra perioden 1944 til i dag med tre grafer som gir en mer billedlig illustrasjon av utviklingen.

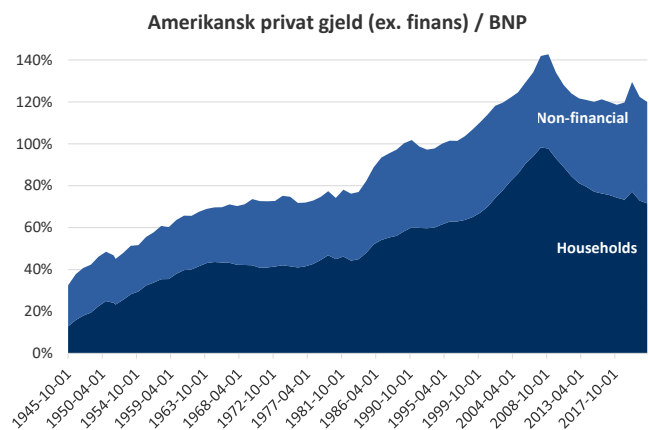
Første graf viser utviklingen for amerikansk offentlig gjeld målt i forhold til BNP. I løpet av andre verdenskrig hadde staten bygget opp høy gjeld. Målt i forhold til BNP var gjelden på rundt 110 prosent. Gjennom økonomisk vekst i etterkrigsårene, i kombinasjon med tidvis høy inflasjon, ble gjeldsnivået redusert til under 40 prosent av BNP rundt 1980. Deretter kom en gradvis gjeldsoppbygging over de neste 40 år som kulminerte med at gjelden igjen kom opp over 110 prosent i 2020.



Kilde: FRED

Den neste grafen viser privat amerikansk gjeld målt mot BNP over samme periode.

Rett etter andre verdenskrig var den private gjelden lav med et nivå på rundt 30 prosent av BNP. Dette ga rom for økende privat belåning som var med på å fremme økonomisk vekst. Gjeldsveksten flatet noe ut i perioden 1970-1985, i en tid da rentenivåene var særlig høye. Med gradvis fallende renter fra 1981 og fremover, økte den private gjelden til en topp på rundt 140 prosent av BNP inn mot finanskrisen i 2008. Etter dette har den private gjelden falt noe tilbake målt mot BNP, hovedsakelig som konsekvens av økonomisk vekst og stigende BNP.



Kilde: FRED

Den siste grafen viser utviklingen for 10 års amerikanske statsrente tilbake til 1871. Mellom 1834 og 1933 var den amerikanske pengepolitikken innrettet under en gullstandard. Inflasjon og rentenivåene var relativt stabile.

Under den nye monetære standarden etter 1933 er det ikke like sterk forankring av inflasjon. Med tiltagende inflasjon steg rentenivåene betydelig mellom 1945 og 1981, mens inflasjon og rentenivåer falt jevnt mellom 1981 og 2020.



Kilde: Robert Schiller online data

Med utgangspunkt i dagens høye gjeldsnivåer tilsier rammeverket til Ray Dalio at det på nytt kan komme en lengre periode med høyere inflasjon. Dette kan gjenspeile en situasjon som ligner mer på perioden mellom 1944 og 1981.

I neste måneds artikkel vil vi komme nærmere inn på sannsynligheten for en slik utvikling, med spesielt fokus på hva som kan være hensiktsmessig virkemiddelbruk fra myndighets hold.

## Månedens ESG-tema

### Bekreftelse av SFDR-9 kategorisering for Pareto-fond etablert i Luxembourg

Pareto Asset Management har fem fond under vår Luxembourg Sicav-paraply. All fondsdokumentasjon er nylig revidert av Finanstilsynet i Luxembourg (CSSF – Commission de Surveillance du Secteur Financier). I begynnelsen av mars mottok vi bekreftelsen på at de oppdaterte dokumentene var godkjent. Dette innebærer også at fondenes SFDR-kategorisering er revidert og bekreftet av myndighetene.

Da det har vært noe uklart hvilke kriterier som kan legges til grunn for å kategorisere fond som SFDR artikkel 8 og 9, har vi sett frem til denne gjennomgangen fra CSSF. Vi er glade både for å kunne bekrefte at vårt fond «Pareto ESG Global Corporate Bond» har fått bekreftet sin fondsdokumentasjon som et SFDR artikkel 9-produkt, samt at de andre fondene på plattformen har fått bekreftet sin fondsdokumentasjon som SFDR artikkel 8-produkter. SFDR artikkel 8 gjelder da for våre fond «Pareto Nordic Cross Credit», «Pareto Nordic Corporate Bond», «Pareto Nordic Equity» og «Pareto Nordic Alpha».

(For å unngå misforståelser: Pareto Asset Management og vårt datterselskap Enter Fonder forvalter også andre fond som er kategorisert SFDR artikkel 8 og 9. Disse er registrert under våre fondsstrukturer i Norge og Sverige, og har derfor ikke vært gjenstand for CSSFs revisjon.)

Dokumentasjonen for SFDR-kategoriseringen inngår i fondenes prospekter. For fond registrert i Norge skal prospekt oversendes Finanstilsynet i tilfellet av endringer. Dette er av orienteringsmessige hensyn, da Finanstilsynet ikke har noe ansvar for godkjenning av prospektendringene. Finanstilsynets vurdering av SFDR-dokumentasjonen vil derfor først finne sted ved et eventuelt tilsyn.

Situasjonen stiller seg annerledes for fond registrert i EU. I slike tilfeller forutsetter prospektendringer godkjenning fra tilhørende tilsynsmyndighet. Dette betyr at dokumentasjonen for SFDR-kategoriseringen må vurderes og godkjennes av tilsynsmyndighet før den kan inkluderes i fondets prospekt.

Gjennomgangen fra Finanstilsynet i Luxembourg innebærer at Pareto Asset Management har fått en bekreftelse på SFDR-kategoriseringen av fondene under Luxembourg Sicav-paraplyen. Vi ser det som en fordel med en slik tidlig bekreftelse for våre fond etablert under EU-lovgivning, da det enda kan ta en tid før de norskregistrerte fondene får tilsvarende revisjon. Dermed har vi fjernet mye av usikker

heten omkring hva som er riktig praksis med tanke på SFDR-kategorisering.

#### Nedgraderingsbølgen

Som vi har beskrevet tidligere har uklare føringer for SFDR-kategorisering ført til at mange fond som først ble kategorisert som SFDR artikkel 8 eller 9 senere er blitt degradert, til dels etter kritikk fra finanstilsynene i de ulike landene.

En artikkel publisert den 27. januar av nettstedet «responsible-investor.com» omtaler denne bølgen av «the great reclassification of Article 9 funds». Som det sies i artikkelen er forvaltningsvolumet i artikkel 9-fond i løpet av kort tid redusert med over 40 prosent, eller over 175 milliarder euro. Tall fra Morningstar viste at en majoritet av disse nedgraderingene dreide seg om indeksorienterte strategier. Dette til tross for at mange av fondene var indeksert i henhold til dekarboniseringsindekser («Paris Aligned Benchmarks» (PABs) eller «Climate Transition Benchmarks» (CTBs)).

Gitt de strenge føringene fra de ulike lands tilsyn, samt degraderingene fra spesielt disse «klimaindeksfondene», var revisjonen fra CSSF på kategoriseringen av Pareto sine fond en viktig milepæl for vår del.

#### Revisjonsprosessen og spesifikke krav

Det er viktig å understreke at Pareto Asset Management har hatt et langvarig fokus på ESG i forvaltningen. Vårt fond «Pareto ESG Global Corporate Bond» (PEGCB) var det første rentefondet som fikk den nordiske svanesertifisering i 2018, og i oktober 2022 var dette fondet igjen det første rentefondet som mottok den oppdaterte Svanen 2.0 sertifisering. Slik sett, er ESG-prosessen i fondet godt gjennomarbeidet. Når vi i 2022 besluttet å kategorisere fondet som SFDR artikkel 9, var dette på grunnlag av en solid ESG-prosess som har vært implementert og videreutviklet over mange år.

Revisjonsprosessen fra CSSF gikk over en periode på noen måneder. Oppdaterte fondsdokumenter ble sendt inn, etterfulgt av korrespondanse mellom Pareto Asset Management og tilsynsmyndighetene, der de var spesielt opptatt av en klargjøring av ESG-prosessen. Kravene for å kunne stemple fondet som SFDR-artikkel 9 oppleves som strenge, og selve revisjonsprosessen opplevdes som grundig.

En oppsummering av hva tilsynsmyndighetene var opptatt av kan være av interesse.

(forts.)

Våre observasjoner er følgende:

**Et SFDR artikkel 9-fond må innfri tre vilkår:**

- 1) Alle enkeltinvesteringer må være i økonomiske aktiviteter som bidrar til klart definerte bærekraftsmål; og
- 2) Ingen enkeltinvesteringer må være i strid med "Do No Significant Harm"-prinsippene (DNSH) som definert i SFDR Artikkel 2 (17); og
- 3) Utstederselskapene må følge etablerte governance standarder (UN Global Compact)

**PEGCBs målsetting og bærekraftsmål**

Pareto ESG Global Corporate Bond sin målsetting er å skape god langsiktig risikojustert avkastning ved å investere i utelukkende enkeltinvesteringer som bidrar positivt til fondets bærekraftsmål. Fondet har et miljøorientert bærekraftsmål, og et sosialt bærekraftsmål. Det miljøorienterte målet er å opprettholde en avkarboniseringsbane. Fondets sosiale bærekraftsmål er å bidra til et velfungerende samfunn og å promotere bedre levestandarder.

Mer overordnet er Pareto sitt mål med PEGCB at fondet skal tilrettelegge for at kunder kan innrette investeringer øremerket de definerte bærekraftsmålene. Spesielt når det gjelder miljømålene er det for en stor del snakk om kapitalintensive investeringer for å fremme mer miljømessig produksjon. Da er tilgang til privat fremmedkapital essensielt for å finansiere det grønne skiftet.

Ifølge en oversikt fra Morningstar var PEGCB pr. januar 2023 et av kun to high yield fond forvaltet av nordiske forvaltere som hadde SFDR artikkel 9-kategorisering. På samme tidspunkt var det i tillegg 12 nordisk forvaltede investment grade fond som hadde artikkel 9-kategorisering. Pareto Asset Management forventer at mange av de miljømessige bærekraftsinvesteringene vil komme i kapitalintensive næringer, hvor selskapene for en stor del vil være ratet high yield. For slike selskaper vil en investor som PEGCB potensielt være viktig for å finansiere fremtidige miljøinvesteringer.

# Månedsutvikling

## Fire institusjonelle fond

### Absolutte avkastningstall pr. 31.03.2023

(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 *	-0,3 %	2,2 %	3,8 %	3,9 %	8,9 %	8,2 %	20.11.2015
Pareto ESG Global Corporate Bond I **	0,6 %	3,2 %	1,0 %	2,1 %	7,6 %	6,6 %	23.03.2015
Pareto Aksje Norge I	-3,9 %	4,4 %	11,1 %	12,3 %	19,8 %	19,2 %	06.09.2001
Pareto Global I	4,4 %	12,7 %	14,1 %	11,3 %	14,2 %	14,4 %	31.12.2007

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

### Relative avkastningstall pr. 31.03.2023

(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	-0,8 %	1,4 %	2,9 %	3,3 %	6,5 %	8,7 %	OSEFX
Pareto Global I	0,0 %	-1,7 %	-0,6 %	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](mailto:cato.edvardsen@paretaoam.com)



Alex Madsen

+47 932 08 107

[alex.madsen@paretaoam.com](mailto:alex.madsen@paretaoam.com)



Finn Øystein Bergh

Sjefsøkonom og -strateg

[finn.oystein.bergh@paretoam.com](mailto: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](http://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](mailto:post@paretoam.com)

[www.paretoam.com](http://www.paretoam.com)

