

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev for pensjonskasser

Mai 2023

- **Russell Napier** (side 1 - 3)
Denne måneden har vi kommet til siste akt i vår tredelte makroøkonomiske gjennomgang. Budskapet denne gang bygger på materiale fra blant annet Russell Napier.
- **Bærekraftsrapportering fra SFDR artikkel 9-fond** (side 4)
Vi står nå på terskelen til en omfattende rapportering av informasjon om bærekraft fra fondsforvaltere og andre tilbydere av finansielle produkter.
- **Oppdatering aktuelle Pareto-fond** (side 5)
Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



Russel Napier
Finanshistoriker og forfatter

Månedens finansielle tema

Russell Napier

Denne måneden har vi kommet til siste akt i vår tredelte makroøkonomiske gjennomgang. Budskapet denne gang bygger på materiale fra blant annet Russell Napier.

Russell Napier er en anerkjent rådgiver for institusjonelle investorer. Hans bok «Anatomy of the Bear: Lessons From Wall Street's Four Great Bottoms» er beskrevet som en kultklassiker av Financial Times. Napier er også forfatter av «The Solid Ground» – et uavhengig makroøkonomisk nyhetsbrev.

Napier beskriver gjerne seg selv som en ekspert på finansiell historie.

Financial Repression

Temaet for denne artikkelen er en økonomisk politikk benevnt «financial repression». Vi har valgt å knytte temaene i disse makroartiklene til bestemte personer som diskuterer dem, slik at leserne har et utgangspunkt for å utforske disse konseptene videre. Financial repression-temaet har vi knyttet opp mot Russell Napier, men det kunne like gjerne vært knyttet mot andre personer eller institusjoner. For denne artikkelens formål har vi benyttet kildemateriale fra intervjuer med Russell Napier, men også to ar-

beidsnotater fra IMF, en artikkel fra nettsiden til Richmond Fed og en artikkel fra Intereconomics. Disse artiklene kommer med overskriftene «The Liquidation of Government Debt» (IMF / Reinhardt & Sbrancia 2015), «Financial Repression is Knocking at the Door, Again. Should We Be Concerned?» (IMF / Jafarov, Maino & Pani 2020), «A Look Back at Financial Repression» (Federal Reserve Bank of Richmond / Mullin 2021), og «Beware of Financial Repression: Lessons from History» (Intereconomics / Hoffmann 2019).

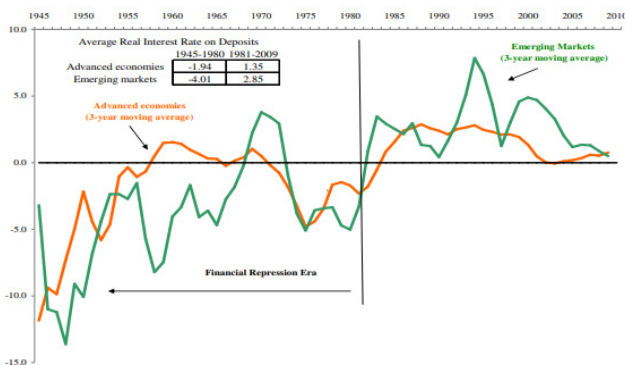
I sin enkle form handler financial repression om å kvitte seg med gjeld, ikke minst historisk sett høy gjeld på statlig hånd. Det er ulike virkemidler som benyttes, men helt enkelt handler det om en politikk innrettet mot negative realrenter over lengre perioder. Stilisert kan vi tenke oss en årlig inflasjon på eksempelvis 6 prosent kombinert med et nominelt rentenivå på 2 prosent. Den negative realrenten er da på 4 prosent. Over en periode på 10 år med 4 prosent negativ årlig realrente har opprinnelig gjeld blitt redusert med en tredjedel. Etter 20 år vil en opprinnelig gjeld på 1 million kun ha en realverdi på 442.000.

Negative realrenter i praksis

Fra IMF-artikkelen til Reinhart & Sbrancia har vi klippet ut grafen nedenfor. Den viser tre års rullerende realrenter

i henholdsvis utviklede land og fremvoksende markeder i perioden 1945–2009. De venstre kvadrantene omfatter perioden fra 1945 til 1980, som omtales som «Financial Repression Era», mens kvadrantene til høyre i grafen omfatter perioden etter 1980.

Som vi ser av grafen var det i perioden 1945 – 1980 gjennomsnittlige negative realrenter på minus 1,9 prosent per år i utviklede økonomier og minus 4,0 prosent per år i de fremvoksende markedene. En slik periode på 35 år med negative realrenter var sterkt medvirkende til at gjeldsbelastningen ble betydelig redusert. Reduksjonen i effektiv statsgjeld er nærmere beskrevet under neste avsnitt.

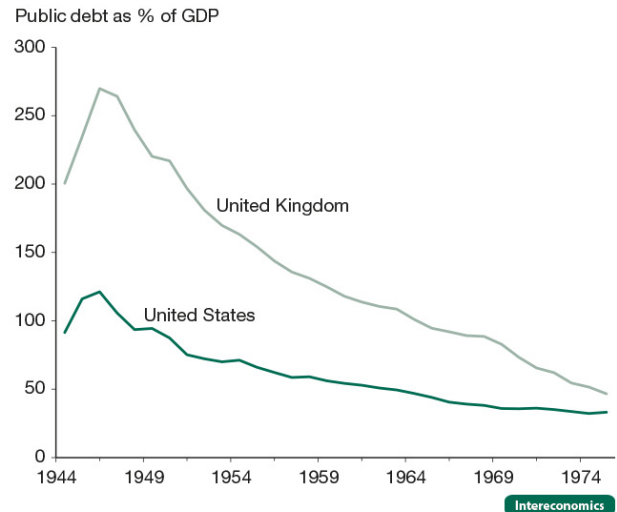


Graf hentet fra: [The liquidation of government debt](#)

Financial repression under Bretton Woods

Etter andre verdenskrig var statsgjelden i USA og andre land historisk høy. Bretton Woods-systemet ble etablert i 1944 og virket frem til 1971. Perioden var preget av fastrente landene imellom, der dollar var knyttet til en fast pris mot gull. Det var også ulike økonomiske reguleringer, blant annet tak for renter på statsobligasjoner for å holde de nominelle rentene på lave nivåer. Den økonomiske veksten var god, mens offentlige budsjetter hadde beskjedne underskudd eller tidvis overskudd.

Grafen øverst på neste side, fra Intereconomics-artikkelen, viser hvordan statsgjelden i UK og USA som andel av BNP ble redusert over perioden. Amerikansk statsgjeld som andel av BNP falt fra en topp på rundt 110 prosent i 1945 til under 50 prosent i 1974. Utslagene for statsgjeld og inflasjon i Storbritannia var enda større, slik at gjelden kom opp i om lag 260 prosent av BNP og falt til omkring 50 prosent av BNP mot slutten av perioden.



Graf hentet fra: [Beware of Financial Repression: Lessons from History](#)

Insentiver for financial repression i dag

I IMF-artikkelen til Reinhart & Sbrancia argumenteres det for at fordelene med financial repression-politikk vil være vel så store i dag som ved oppstarten av Bretton Woods. Dette fordi problemet etter andre verdenskrig hovedsakelig var høy statsgjeld, mens problemet i dag både er høy statsgjeld og høy privat gjeld (både husholdninger, private selskaper og finansinstitusjoner).

Videre er det slik at den høye gjelden i dag er et mer universalt problem over landegrensene. De største utviklede økonomiene, som USA, Europa og Japan, har høye gjeldsnivåer. Det samme gjelder mange fremvoksende markeder, selv om det er betydelig variasjon landene imellom. Land som Tyskland, Sveits og Norge har ikke altfor høy gjeld, selv om husholdningene i Norge helt klart må sies å være betydelig forgjeldet.

Det er også færre virkemidler for å redusere høy gjeld i dag enn i etterkrigstiden: Etter andre verdenskrig var den private gjelden generelt lav, og både demografi og andre forhold sørget for betydelig økonomisk vekstpotensial. Mye tyder på at det er vanskeligere å skape høy realøkonomisk vekst i dagens situasjon, noe som gjør det enda mer fristende å ty til financial repression-politikk.

Argumenter mot

Financial repression kommer ikke uten kostnader. Negative realrenter impliserer dårlig realavkastning på de fleste aktiva. Det er sannsynlig at investeringsaktiviteten fra private husholdninger og selskaper fort vil bli redusert i et slikt regime. IMF-artikkelen fra 2019 omtaler dette problemet. Der er konklusjonen at land som unngår slik politikk klarer seg bedre. Det anslås en negativ veksteffekt i området 0,4 til 0,7 prosentpoeng pr. år som konsekvens av financial repression. Det er ikke uten grunn at slik politikk ikke har vært vanlig i utviklede land etter 1980-1990.

Spørsmålet er bare om det gitt dagens situasjon finnes gode alternativer, spesielt dersom det skulle oppstå en krisesituasjon.

Russell Napiers argumenter

Vi vil avrunde denne diskusjonen med argumentasjonen fra månedens «talsmann», Russell Napier. Vi trekker her på argumentasjon fremført i tre nokså lett tilgjengelige intervjuer på den sveitsiske nettsiden «the market», som vi vil anbefale å lese på selvstendig grunnlag:

1. [Central Banks Have Become Irrelevant](#)
2. [We are entering a time of financial repression](#)
3. [The World will experience a cap ex. boom](#)

Sommeren 2020, før inflasjonen vi har hatt de siste årene begynte å tilta, hevdet Napier i det første intervjuet at sentralbankene hadde blitt irrelevante. I årene etter finanskrisen, der flere sentralbanker hadde drevet med ekspansive kvantitative lettelsler, hadde Napier aldri vært i leiren for at dette ville føre til inflasjon. I 2020 snudde han i sitt syn. Argumentet var nå at myndighetene hadde tatt over styringen av pengemengden fra sentralbankene, blant annet gjennom garantiordninger til banker (som setter bankene i stand til å øke utlånene) og «helikopterpolitikk» med direkte kontooverføringer til private husholdninger og kanskje fremover også til selskaper.

Napier spådde inflasjon på 4 prosent eller høyere i 2021 og mellom 4 og 8 prosent over den neste 10-års-perioden. Han snakket ikke om de flaskehalseffektene vi har fått etter korona-pandemien eller krigen i Ukraina. Det var mer et spørsmål om overordnet økonomisk politikk.

Overskriften i det neste intervjuet, fra sommeren 2021, fortalte at vi var på vei inn i en periode med financial repression. På dette tidspunktet gikk diskusjonen i det finansielle rom på om inflasjonen var forbigående. Napier støttet et syn om at det som til da hadde drevet inflasjonen, altså knapphetsfaktorer på tilbudssiden, for det meste ville være forbigående. Et unntak til dette var at reversering av globaliseringen kunne virke mer strukturelt inflatorisk.

Det som gjorde at Napier likevel så for seg fortsatt høy inflasjon var det tidligere argumentet om økte utlån fra bankene, understøttet av statlige garantier. Dette mente han ville føre til mer strukturell og langsiktig inflasjon i området 4 til 5,5 prosent. Samtidig ville myndighetene gjøre tiltak for å holde nominelle renter lave, slik at det ble oppnådd negative realrenter.

Intervjuet fra oktober 2022 har overskriften «We Will See the Return of Capital Investment on a Massive Scale». Her snakker Napier blant annet om sentralbankenes tilstrammende politikk for å temme inflasjon. Han snakker om forholdet mellom sentralbanken og staten. Selv om sentralbankene prøver å begrense inflasjon, mener han at politikere vil dra i motsatt retning. De må håndtere den

vanskelige økonomiske situasjonen til folk flest. Da vil det bli garantiordninger for å bidra til kredittvekst og helikopterpenger i krisesituasjoner.

Napier ser for seg betydelige kapitalintensive investeringer i årene som kommer. I en annen nylig presentasjon lister han opp følgende forventninger til betydelige fremtidige kapitalinvesteringer ('capex' og 'emergency finance'):

- Capex for å finansiere nasjonal sikkerhet
- Capex for energi-diversifisering
- Capex for å finansiere tiltak rettet mot klimakrisen
- Capex for å redusere forskjeller mellom rike og fattige
- Capex for å imøtekomme problemet med kraftig økte lønnsnivåer
- Capex for å flytte produksjon bort fra Kina

Betydelige offentlige kapitalinvesteringer vil bidra til økt inflasjon, til å sikre arbeidsplasser og økte lønninger, og det vil bidra til å løse mange av de overordnede problemene samfunnet står overfor i dag. Det vil samtidig være et godt bidrag for å løse dagens gjeldsproblemer gjennom financial repression.

Aktuelle porteføljetilpasninger

Vi i Pareto Asset Management kan ikke gi noen enhetlige eller sikre spådommer over hvordan rentenivåene og realrentene vil utvikle seg hverken på kortere eller lengre sikt. Det vi har hatt som mål gjennom vår serie av tre mer makroorienterte artikler er å diskutere den økte risikoen for relativt høy strukturell inflasjon over kanskje flere tiår fremover.

Det er stor forskjell på hva som er gunstige porteføljesammensetninger i perioder med stigende inflasjon, sett opp mot perioder med fallende inflasjon. Dersom en investor ønsker å innrette porteføljen slik at den også står seg godt i et høyinflasjons-regime, kan det være behov for relativt store endringer.

Når store makrodrivere som inflasjon og rentenivåer strukturelt sett har vært fallende over en periode på 40 år, er det en fare for at mange investorer etter hvert har blitt konforme og at de har innrettet seg med porteføljer som fungerer best i et lavinflasjonsklima. Dersom det er riktig, som bl.a. Howard Marks skriver, at vi kan stå overfor en større strukturell forandring («Sea Change»), er det verdt å revurdere investeringene i lys av dette.

Hvilke porteføljeendringer kan være hensiktsmessige i tilfelle en lengre periode med høy og kanskje stigende inflasjon? Dette er et spørsmål vi vil belyse nærmere i de neste måneders finansielle temaartikler.

Månedens ESG-tema

Bærekraftsrapportering fra SFDR artikkel 9-fond

Vi står nå på terskelen til en omfattende rapportering av informasjon om bærekraft fra fondsforvaltere og andre tilbydere av finansielle produkter. Dette følger blant annet av EUs offentliggjøringsforordning SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), som vi var innom forrige måned.

Et av elementene i dette er den årlige bærekraftsrapporten (fondets «sustainability report»), som er et spesifikt rapporteringskrav for SFDR artikkel 9-fond. Gjennom artikkel 11 under SFDR er det klare og spesifikke krav for hva som her skal rapporteres.

Gitt de detaljerte rapporteringskravene for disse bærekraftsrapportene, mener vi at de gir nyttig og poengtert ESG-informasjon til investorer. Vi vil derfor oppfordre ESG-orienterte investorer til å sette seg ekstra godt inn i disse rapportene når de fremover publiseres. SFDR har satt en rapporteringsfrist for første utgave innen utgangen av juni.

Hvilken informasjon skal disse rapportene gi? Dette er som sagt regulert gjennom artikkel 11 under SFDR. Blant annet skal rapporten beskrive hvordan fondet har innrettet seg mot ulike bærekraftsmål. Det skal gis en beskrivelse av bærekraftspolicyen fondet følger, og det skal redegjøres hvordan fondet i praksis fremmer et mer bærekraftig samfunn.

Like viktig som rapporteringen er også hvordan forvalterne bedriver påvirkning og dialog (engasjement) med selskapene i porteføljen. Herunder skal det informeres om hvordan fondet utøver sin stemmerett når det gjelder ESG-relaterte forhold.

På mer overordnet plan skal bærekraftsrapporten inkludere diverse fast informasjon, blant annet hvilke bærekraftsindekser fondet benytter. Det er også pålagt at rapporten offentliggjøres på fondets webside og at informasjonen oppdateres årlig.

Med den tydelige spesifiseringen av hva disse rapportene skal inneholde, vil det også bli lettere for investorer å få innsikt i hvordan ESG-praksisen skiller seg fra et fond til et annet. Et grunnprinsipp under SFDR-rammeverket er gjennomlysning og åpenhet angående ESG-informasjon. Dette er noe de nye bærekraftsrapportene vil være med på å fremme.

Selv om heller ikke Pareto Asset Managements artikkel 9-fond Pareto ESG Global Corporate Bond har rapporteringsfrist for SFDR-bærekraftsrapporten før utgangen av juni, har vi et lignende rapporteringskrav tilknyttet fondets Nordiske svanemerke. Denne rapporten er nå publisert og siden den i stor grad er utformet i samsvar med kravene under SFDR, gir den en forsmak av den fremtidige SFDR-rapporteringen. Vår svanemerkerapport er tilgjengelig på våre nettsider, [klikk her for å lese](#).

Siden SFDR først er blitt implementert fra 2023, vil første års rapportering ikke være helt fullstendig. Blant annet vil det ikke bli rapportert på alle PAI-indikatorene (bare enkelte kriterier, som karbonavtrykk og andel grønne obligasjoner). For senere år forventer vi enda mer utfyllende informasjon, spesielt etter at selskapene selv begynner å rapportere sine ESG-data.

Uansett vil vi reklamere for bærekraftsrapporten til Pareto ESG Global Corporate Bond i linken ovenfor. Her gjennomgår vi fondets «ESG-reise» fra 2018 til i dag. Vi diskuterer kravene og fordelene med svanemerking av fondet, og vi beskriver fondets konkrete bærekraftsmål. I sammenheng med oppgraderingen til svanemerke 2.0 i 2022 implementerte fondet også nye mål for biologisk mangfold (biodiversity). Videre følger en beskrivelse av ESG-evalueringprosessen, samt en oversikt over aktuelle selskapsprosesser fondet har vært engasjert i. Til slutt følger en gjennomgang av ulike bærekraftsindikatorer fondet følger, samt en kort oversikt over bærekraftsegenskapene til de ti største selskapene fondet har lånt penger til.

Vi håper du blir med oss videre på «ESG-reisen» og at bærekraftsrapporten bidrar til ytterligere innsikt. God lesning!

Månedsutvikling

Fire institusjonelle fond

Absolutte avkastningstall pr. 28.04.2023

(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 *	1,1 %	3,3 %	7,8 %	4,0 %	8,9 %	8,1 %	20.11.2015
Pareto ESG Global Corporate Bond I **	0,4 %	3,5 %	1,2 %	1,9 %	7,6 %	6,6 %	23.03.2015
Pareto Aksje Norge I	3,6 %	8,1 %	10,0 %	12,5 %	19,5 %	19,2 %	06.09.2001
Pareto Global I	5,5 %	19,0 %	14,4 %	11,6 %	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. 28.04.2023

(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 %	2,3 %	2,7 %	3,4 %	6,5 %	8,7 %	OSEFX
Pareto Global I	1,8 %	0,1 %	-0,2 %	0,9 %	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 kreditturasjon (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

