

# Paretos aktuelle

## Nyhetsbrev for pensjonskasser

Juni 2023

### Durasjon i ulike aktivaklasser (side 1 - 4)


For renteinvestorer er durasjonsbegrepet vel innarbeidet og viktig. Vi snakker også om rentefølsomhet, eller «modifisert durasjon». I denne artikkelen vil vi redegjøre for hvordan durasjon er et risikomål som også kan være anvendbart i andre aktivaklasser enn renter.

### Artificial Intelligence og Science Based Targets (side 4 - 5)

Er Artificial Intelligence til det bedre eller ikke? Her er det nok ulike synspunkter, men gitt styrken i teknologien er nok dette noe flere må forholde seg til.

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

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



Med ønske om en riktig god sommer! Paretos aktuelle er tilbake i august.

## Månedens finansielle tema

### Durasjon i ulike aktivaklasser

For renteinvestorer er durasjonsbegrepet vel innarbeidet og viktig. Vi snakker også om rentefølsomhet, eller «modifisert durasjon». Durasjon kan sies å måle den nåverdivektete løpetiden av alle obligasjonens utbetalinger, både løpende rente og den endelige tilbakebetalingen. Plasseringer med lengre rentebinding har derfor økt durasjon/rentefølsomhet. Likeledes blir durasjonen lavere når rentene stiger, siden en høyere andel av utbetalingene kommer tidligere.

Med svært lave renter, slik vi har hatt i noen år inntil nylig, blir durasjonen tilsvarende høyere. Da har vi høyere renterisiko.

Durasjonen i de ulike aktivaklassene har vært spesielt avgjørende i årene etter finanskrisen i 2008. I perioden etter finanskrisen frem til 2020 var det kraftig fallende rentenivåer. Denne kraftige rentenedgangen førte til at investeringer med lang durasjon gjorde det særs godt.

I 2021 og 2022 kom det uventet høy inflasjon, noe som medførte historisk svak avkastning for rentepapirer med lang durasjon. Igjen var lærdommen at styring av dura-

sjonsrisiko er ekstra viktig med utgangspunkt i lave rentenivåer.

Mens durasjonsbegrepet er velkjent for renteinvestorer, vil vi i denne gjennomgangen diskutere hvordan durasjon også gjør seg gjeldende i andre aktivaklasser. I historisk sammenheng er rentenivåene fortsatt lave, og i tilfelle økonomisk tilbakegang kan nivået gjerne falle ned mot null igjen. Mer langsiktig er det, med dagens mer usikre inflasjonsklima, høyere risiko for langsiktig høyere rentenivåer. Da mener vi det er viktig at investorer har god kontroll over og forståelse for den totale durasjonsrisikoen i porteføljen, inklusive andre aktiva enn renter.

### Rentefølsomhet for statsobligasjoner

Kursvariasjonen på en obligasjon utstedt av en sikker stat er kun følsom overfor endringer i rentenivåene for statspapirer. Denne vil variere ut fra endringer i økonomien og hvordan markedet tror dette vil påvirke renteendringer fra sentralbanken. Her er det snakk om en mer endimensjonal risiko, hvor forventninger til endret styringsrente fra sentralbankene er det avgjørende. Det igjen vil da altså være en funksjon av forventninger til fremtidig inflasjon, økonomisk vekst og så videre.

### Rentefølsomhet for foretaksobligasjoner

Det er lignende forhold som gjelder for foretaksobligasjoner, men her er renten satt sammen av to komponenter: Det er statsrente for samme løpetid som gjelder for obligasjonen, samt et kredittpåslag som skal dekke risikoen for mislighold. Dette kredittpåslaget kan være generelt for foretakene, der den såkalte swaprenten vil ligge noe over statsrenten. I tillegg kommer den individuelle kredittmarginen eller kredittpremien for det enkelte foretaket. Her kan vi for enkelthets skyld betrakte kredittpremien som alt over statsrenten.

Dette gjør at kursen til en foretaksobligasjon både kan variere som konsekvens av endringer i statsrenten og fordi markedets krav til kredittpremie varierer. Vi måler gjerne følsomheten for den siste typen risiko som kredittdurasjon. Denne lagdelte oppbyggingen av renten fører til en viss balanse i risikoeksponeringen, ved at rentenivået ofte faller i perioder da kredittpremien stiger (normalt i tilfelle markedsuro). Dette gir en intern diversifiserings- eller porteføljeeffekt i den enkelte foretaksobligasjon.

### Rentefølsomhet for aksjer

Vi har da gjennomgått grunnlaget for det som er hovedtema for denne artikkelen: Durasjon er et begrep som også kan overføres til andre aktivaklasser enn renter. Dette er mindre utbredt når investorer flest diskuterer porteføljerisiko, men er like fullt viktig. Spesielt kan det være avgjørende i dagens markeder med forhøyet durasjon – altså renterisiko.

La oss begynne med et banalt eksempel for aksjer. Tenk deg at det etableres to aksjeselskaper eller såkalte ETF'er: Det ene selskapet investerer kun i korte rentepapirer med gjennomsnittlig durasjon på 2 år. Det andre selskapet investerer kun i lange statsobligasjoner med 20 år eller lengre løpetid. Det finnes en amerikansk ETF benevnt TLT med et slikt mandat. Per 17. februar 2023 hadde denne ETF'en – eller dette aksjeselskapet om man vil – en modifisert durasjon på 17,4 år. I eksempelet er det åpenbart at det ene aksjeselskapet har en rentefølsomhet på ca. 2 år og det andre en rentefølsomhet på 17,4 år. Vi begynner å ane at durasjonsbegrepene er nokså direkte overførbare til aksjer.

Når investorer snakker om prisingen av aksjer, er det såkalte P/E-tallet (Price/Earnings) populært. Når prisen måles i forhold til dagens inntjening, ser vi hvor lang tid vi trenger med dagens inntjening for at kjøpsprisen skal være tilbakebetalt. Dersom kursen og inntjeningen pr. aksje er på hhv. kr 100 og kr 10, har vi en P/E på 10; vi trenger 10 påfølgende år med dagens inntjening for at kjøpsprisen på 100 skal være tilbakebetalt (vi ser da bort fra rentene man gir avkall på). Tilsvarende trenger vi for eksempel 30 år med dagens inntjening for at et vekstselskap med P/E 30 skal betale tilbake kjøpsprisen. Vi ser tydelig at det er

snakk om forskjellige kontantstrømmer og durasjonsegenskaper.

Det vi kan avlede av P/E gir et grovt startpunkt for forventet kontantstrøm for en aksje. Deretter må analytiker gå dypere ned i materien for å anslå hvordan kontantstrømmen vil utvikle seg over tid. Så snart dette er gjort, og antatt at analysen er riktig, er det mulig å beregne durasjonen og rentefølsomheten for aksjen.

Fremtidige kontantstrømmer i et aksjeselskap er selvfølgelig en svært usikker størrelse. Vi vet ikke hvordan produktmarkedene vil utvikle seg, vi vet ikke hvordan produktene deres vil slå an, spesielt om de stadig utvikler nye, og vi vet ikke hvordan de vil takle ulike inflasjonssnivåer.

Det vi vet, er at noen selskaper har en større del av sin verdi langt inn i fremtiden. Kanskje de bare så vidt har begynt å selge i nye markeder, eller kanskje de utvikler nye produkter som de ikke engang kan begynne å selge før om fem år. Andre selskaper har eksisterende virksomhet som lenge har gitt gode, stabile utbytter. Dette innebærer at ulike selskaper kan ha svært ulik rentefølsomhet, siden renten inngår i beregningen av den nåverdien som aksjekursen skal tilsvare.

Det er her durasjonen kommer inn. Man snakker om implisitt durasjon, eller bare aksjedurasjon. Aksjedurasjon gir uttrykk for den gjennomsnittlige tiden det tar før aksjonærene får tilbakebetalt sin investering. Og jo lengre den tiden er, desto høyere er altså rentefølsomheten. Teknisk sett er det nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer fra aksjen, men vi ser hvordan det er beslektet med en tommelfingerbrøk som P/E. Høyere prisede aksjer har også en høyere durasjon; de er mer rentefølsomme.

Det finnes ulike empiriske studier av aksjedurasjon. Vi kan blant annet nevne «A new measure of equity duration: The duration-based explanation of the value premium revisited» (Schröder 2012) og «Equity Duration» (Mullins 2020).

Indikativt er det snakk om aksjedurasjon for amerikanske aksjer (S&P 500) i området 20 til 40. Gjennomsnittlig durasjon over tid ligger rundt 30. Variasjonen kommer av endret prising av aksjemarkedet. Anta at langsiktig gjennomsnittlig P/E ligger rundt 20 og medfører durasjon på 30. Når prisingen stiger til eksempelvis P/E 25 blir durasjonen lengre, og motsatt dersom multippelen faller til lavere nivåer enn 20. Grafen nedenfor er hentet fra en studie benevnt «A Brief Contemplation of Duration & Inflation: The Duration Crisis for Investors & Asset Allocators» (2021). Her ble durasjonen for S&P 500 beregnet til oppunder 40 pr. utgangen av februar 2021. På det tidspunktet hadde S&P 500 falt i underkant av 10 prosent fra toppen den 30. desember 2020.

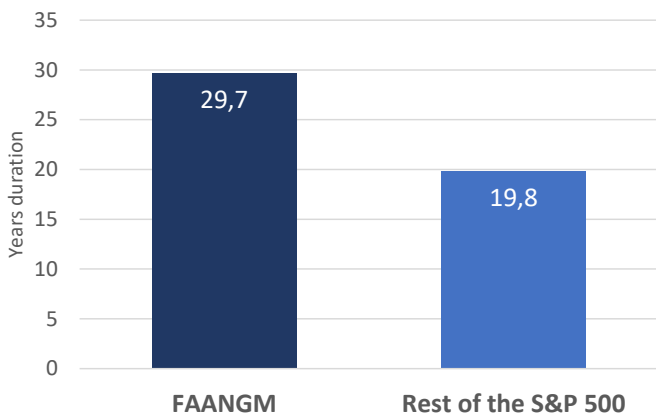
Duration of S&P500 Stocks are Nearly as High Today as the Peak of the Dot.Com Bubble



Kilde:

<https://kailashconcepts.com/white-papers/the-great-inflation-equity-duration/>

Ikke overraskende er det kortere durasjon for verdiaksjer, dvs. aksjer med lavere Pris/Bok eller P/E tall, og høyere durasjon for vekstaksjer. En kommentar fra den amerikanske forvalteren GMO i 2021 indikerer at verdiaksjene i S&P 500 har omtrent halvparten så lang durasjon som markedet. En annen amerikansk forvalter, Franklin Templeton, indikerte følgende durasjonstall for FAANGM-aksjene (Facebook, Apple, Alphabet, Netflix, Google, og Microsoft) og resten av S&P 500-aksjene pr. 25. juli 2022. Beregningen av durasjon i dette tilfellet er basert på forventet fri kontantstrøm. Her er utfallet en differanse i durasjon på om lag 10 mellom FAANGM og markedet forøvrig, og følgelig desto større forskjell mot verdiaksjene. En illustrerende tolkning er at FAANGM-aksjene har sin verdi om lag 10 år lenger inn i fremtiden.



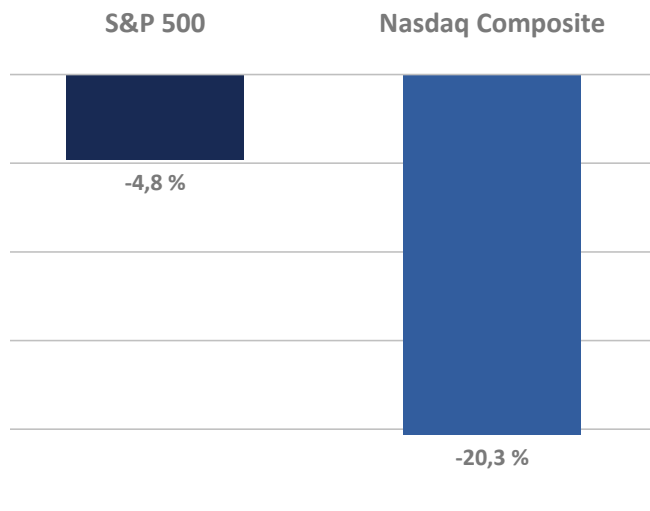
Kilde:

<https://www.franklintempleton.com/articles/strategist-views/quick-thoughts-how-duration-affects-stocks-and-bonds>

Vekstaksjer gjorde det langt bedre enn verdiaksjer i perioden 2009-2021, mens verdiaksjer gjorde det bedre i 2022. Når vi studerer disse forholdstallene for durasjon, kan vi begynne å ane hvordan endrede rentenivåer har vært en viktig driver for forskjeller i avkastning mellom verdi- og vekstaksjer.

Vi har kjørt noen enkle regresjoner på S&P 500 og på Nasdaq-indeksen, som har et sterkt innslag av nettopp vekstaksjer, for de siste 20 årene. Der ser vi at en økning i rentenivået (lange amerikanske statsrenter) på ett prosentpoeng er forbundet med en negativ avkastning de påfølgende 12 månedene på 4,8 prosent i S&P 500 og et fall på hele 20,3 prosent i Nasdaq.

Ulik rentefølsomhet



Avkastning påfølgende 12 måneder etter en økning på ett prosentpoeng i tiårige amerikanske statsrenter (beta, regresjon 2003-2023).

Kilde: FactSet, Pareto Asset Management

Vi skal ikke legge for mye i de konkrete tallene, som vil variere med horisont og valg av rentemål. Den store forskjellen mellom disse to tallene er imidlertid ikke tilfeldig. Aksjene i Nasdaq-indeksen, typisk teknologiselskaper med lav løpende inntjening og høye forventninger, har mye høyere renterisiko og altså implisert durasjon.

Rentefølsomhet for eiendom

For øvrige aktivaklasser vil vi ikke gå veldig i detalj, men vi vil gi noen generelle kommentarer for å gi leseren et startpunkt for vurdering.

Når det gjelder eiendom er det ofte snakk om hvilken yield eiendommen omsettes for. Dersom det for eksempel er en yield på 5 prosent, vil det ta 20 år å betale tilbake kjøpsprisen med dagens yield (som med P/E 20 for aksjer). Her vil det imidlertid også være snakk om vekst i kontantstrøm over tid, slik at tilbakebetalingstiden er kortere. Vedlikehold og andre kostnader veier i motsatt retning.

Eiendom er ofte forbundet med relativt høy giring. Dette impliserer i seg selv påvirkning på kontantstrømmer og

rentefølsomhet, avhengig av hvordan eiendomsinvesteringen er finansiert. Ved høyere belåning må det betales renter og avdrag. Det forlenger tiden til den initiale investeringen er nedbetalt. Altså er giring med på å forlenge durasjonen, i til dels betydelig grad. I praksis har vi for eksempel sett dette ved sterkt fallende verdier på næringseiendom og eiendomsaksjer i Norden i takt med den kraftige renteøkningen vi har fått de siste par år. Det er høy rentefølsomhet forbundet med slike investeringer.

#### Rentefølsomhet for råvarer

Kontantstrømmen for en råvare er som oftest mindre definerbar. Ta gull som et eksempel. Det er ingen avtalt kontantstrøm forbundet med en gullinvestering. Det handler isteden om hvorvidt nye investorer er villige til å overta for høyere eller lavere pris. Rentefølsomhetsbegrepet er mindre anvendbart for slike investeringer.

Dog, om vi ser dette fra en produsents ståsted, er det også her snakk om kontantstrømmer. For eksempel kan et oljeselskap vurdere å utvinne et nytt felt. La oss anta at det tar ti år å utvikle før produksjonen kommer i gang. Deretter

tar det ytterligere ti år før investeringen er tilbakebetalt. Også i dette tilfellet er mulig å grovt estimere kontantstrømmer og durasjon.

#### Rentefølsomhet i alternative investeringer

Hva angår alternative investeringsklasser som infrastruktur, private equity og hedgefond, er det igjen mer nærliggende å snakke om durasjon. Infrastruktur er viden kjent for lange kontantstrømmer. Private equity er strukturer hvor kapitalen gjerne er bundet opp i både 10 og 15 år, der underliggende er aksjeinvesteringer og giring også er med på å forlenge tiden til investeringen er tilbakebetalt. Dette fører til lang durasjon. Vi har registrert kommentarer om at PE-durasjonen gjerne kan være så lang som 40-60 år. Som alltid er durasjonen avhengig av underliggende struktur og kontantstrømmer. Hedgefond finnes i mange ulike varianter, men i den grad det er mulig å bedømme kontantstrømmer, vil durasjonsbegrepet kunne benyttes. Hedgefond med mer stabile kontantstrømmer vil ha kortere durasjon. Andre hedgefond har mer risikable profiler og lengre kontantstrømmer / durasjon.

## Månedens ESG-tema

### Artificial Intelligence og Science Based Targets

**Er Artificial Intelligence til det bedre eller ikke? Her er det nok ulike synspunkter, men gitt styrken i teknologien er nok dette noe flere må forholde seg til. Vi som forsøker å formidle ulike budskap til våre lesere kan også føle oss truet, men det er samtidig mulig å se på AI som en mulighet og et bidrag til økt effektivitet.**

Normalt er vi som skriver slike artikler forsiktige med å plagiere eller stjele av andre. Å hente inspirasjon er greit, men vi skal ikke kopiere og utgi dette som vårt eget! Hvordan vil slike vurderinger forandre seg i en ny verden hvor AI i større grad tas i bruk?

I tilfelle noen lesere av Paretos Aktuelle ikke har gjort seg kjent med mulighetene AI gir, gjør vi i dette nyhetsbrevets ESG-tekst et unntak og lar roboten ChatGPT gjøre jobben for oss: Denne måneden hadde vi et ønske om å gi leserne litt innsikt i Science Based Targets-konseptet eller SBT. Vi stilte roboten et spørsmål, og neste del av denne teksten består utelukkende av spørsmålet vi stilte og svaret roboten ga, uten av vi har revidert noe som helst.

«Kan du skrive en litt utdypende norsk artikkel på omkring 500 ord om science based targets eller SBT?»

#### ChatGPT

Selvfølgelig! Her er en utdypende norsk artikkel på omkring 500 ord om Science Based Targets (SBT):

Science Based Targets (SBT), eller vitenskapsbaserte mål, er en tilnærming som hjelper bedrifter og organisasjoner med å sette klimamål i tråd med vitenskapelig kunnskap. Initiativet er et samarbeid mellom CDP (tidligere Carbon Disclosure Project), World Resources Institute (WRI), World Wide Fund for Nature (WWF) og United Nations Global Compact (UNGC).

Hovedmålet med SBT er å bidra til å begrense global oppvarming til under 2 grader Celsius i forhold til førindustrielle nivåer, slik det ble fastsatt i Parisavtalen. Bedrifter som deltar i SBT-initiativet forplikter seg til å sette mål som er i tråd med dette langsiktige målet og som er basert på vitenskapelige beregninger.

SBT er viktig fordi det gir bedrifter en klar veiledning om hva som er nødvendig for å bidra til å oppnå klimamålene. Gjennom å sette vitenskapsbaserte mål kan bedrifter ta i bruk beste praksis for å redusere klimagassutslippene sine og omstille seg til en mer bærekraftig driftsmodell.



En av de viktigste aspektene ved SBT er at målene skal være i tråd med vitenskapelig kunnskap om klimaendringene. Dette betyr at bedriftene må ta hensyn til klimaforskning og beregninger for å fastsette målene sine. Ved å gjøre dette sikrer de at tiltakene de implementerer faktisk vil bidra til å redusere klimagassutslippene i tråd med det som er nødvendig for å begrense global oppvarming.

SBT-initiativet anerkjenner at bedrifter har en viktig rolle å spille i kampen mot klimaendringer. Ved å ta ansvar for egne utslipp og sette seg ambisiøse mål, kan bedrifter bidra til å redusere klimagassutslippene og legge grunnlaget for en mer bærekraftig fremtid.

For å oppnå vitenskapsbaserte mål må bedrifter gjennomføre en grundig analyse av sine utslipp. Dette innebærer å kartlegge alle relevante kilder til utslipp og vurdere potensielle reduksjonsmuligheter. Basert på denne analysen kan bedriften identifisere de mest effektive tiltakene for å redusere utslippene sine.

Eksempler på tiltak som bedrifter kan implementere inkluderer energieffektiviseringstiltak, overgang til fornybar energi, utslippsreduksjoner i verdikjeden og karbonkompensasjonstiltak. Ved å implementere disse tiltakene kan bedrifter redusere sin klimapåvirkning og samtidig oppnå kostnadsbesparelser og andre fordeler, for eksempel forbedret omdømme.

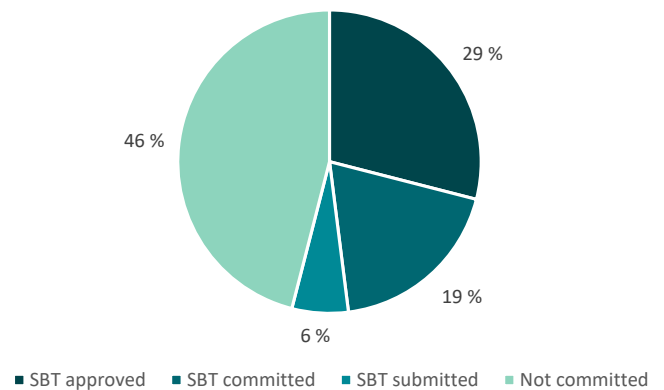
### SBT i Pareto ESG Global Corporate Bond

For forvaltere og fond med et ESG-fokus blir SBT en stadig viktigere del av en helhetlig analyse av potensielle investeringer. Dette gjelder fond klassifisert som artikkel 9-fond i henhold til SFDR, men også artikkel 8-fond.

Ved at SBT er strukturert gjennom en tredjeparts ram-

meverk, gir det både en grundig gjennomgang av selskapenes planer for å nå sine utslippsmål og et viktig bidrag til å motvirke grønnvasking.

Pareto ESG Corporate Bond (PEGCB) er et fond som har SFDR artikkel 9-klassifisering. I [PEGCBs siste bærekraftsrapport for 2022](#) har vi gjengitt følgende status for fondet:



Som vi kan se har mer enn halvparten av utstederne i fondet fått godkjent eller er i ferd med å få godkjennelse for sine miljøtiltak tilknyttet karbonreduksjon fra virksomheten. Gjennom dialog med utstederne som ikke har startet prosessen med SBT validering, forventer vi også at andelen av fondets investeringer uten SBT-godkjennelse vil bli betydelig redusert de neste to årene.

# Månedsutvikling

## Fire institusjonelle fond

### Absolutte avkastningstall pr. 31.05.2023

(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 *	0,8 %	4,1 %	3,9 %	4,1 %	8,9 %	8,1 %	20.11.2015
Pareto ESG Global Corporate Bond I **	0,4 %	3,5 %	1,2 %	2,1 %	7,6 %	6,1 %	23.03.2015
Pareto Aksje Norge I	-4,3 %	2,8 %	8,7 %	12,2 %	19,6 %	19,2 %	06.09.2001
Pareto Global I	1,7 %	20,9 %	14,3 %	11,7 %	14,3 %	14,3 %	31.12.2007

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

### Relative avkastningstall pr. 31.05.2023

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

