

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev for pensjonskasser

August 2023

Stocks for the long run (side 1 - 4)

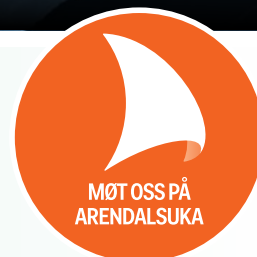
Inflasjon har vært et av de viktigste temaene i finansmarkedene siden 2020. I denne artikkelen går vi gjennom hvilke typer investeringer som typisk har gjort det bedre ved stigende – og fallende – inflasjon.

Kampen mot grønnvasking (side 4 - 5)

I forbindelse med nytt EU-regelverk på ESG-området står kampen mot grønnvasking høyt på agendaen.

Oppdatering aktuelle Pareto-fond (side 5-6)

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



Kapitalmarkedets rolle i det grønne skiftet

Arrangør: Arendals Fossekompagni,
Pareto Asset Management

Tid: Onsdag 16. aug kl 11.00 - 11.45
Sted: Takterrassen til Arendals Fossekompagni

[LES MER HER](#)

Månedens finansielle tema

Stocks for the long run

Inflasjon har vært et av de viktigste temaene i finansmarkedene siden 2020. I denne artikkelen går vi gjennom hvilke typer investeringer som typisk har gjort det bedre ved stigende- og fallende- inflasjon.

Om forventet fremtidig inflasjon

Gjennom første halvår har vi skrevet flere artikler som peker mot strukturelt høyere inflasjon. Til dette er å anmerke at vi ikke har hatt som mål å spå inflasjonen på kort sikt. Kortsiktige markedssyn heller i retning av markedstiming, og er noe vi helst vil unngå i den langsiktige kapitalforvaltningen.

Vårt formål med inflasjonsartiklene har vært å synliggjøre hvordan utfallsrommet er forandret. Som en illustrasjon kan vi tenke oss fire ulike scenarier:

1. Inflasjonen går tilbake til å være stabil og lav, tilsvarende perioden 2009 til 2020
2. Inflasjonen forblir høy, og det tar lang tid på å komme ned igjen mot inflasjonsmålet
3. Økte renter og tilknyttede effekter gjør at inflasjonen faller kraftig, med fare for periodevis deflasjon

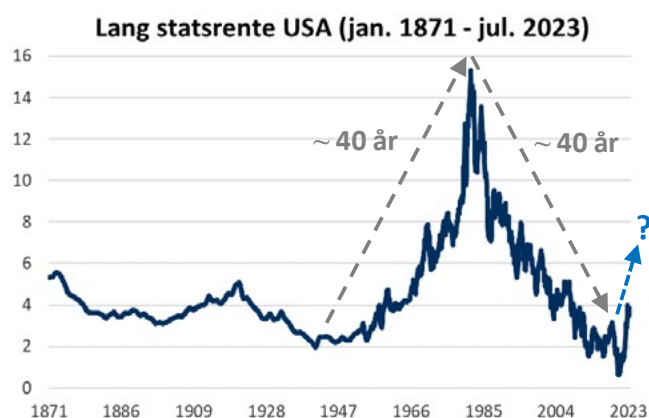
4. Fremtidig inflasjon vil svinge betydelig mer og alternere mellom punktene 1-3

Hvilke sannsynligheter vil du tillegge hvert av de fire scenarioene? Mens det lenge var lite sannsynlig at scenario 2-4 skulle inntreffe, er disse scenarioene mer relevante i dag. Dette endrer også, etter vårt syn, hvordan det er rasjonelt å investere kapital i årene som kommer.

«Sea Change»

Dagens investorer har vent seg til lave renter og inflasjon. Investeringene er i stor grad innrettet i samsvar med dette. Den populære 60/40-strategien med aksjer og lange obligasjoner fungerer spesielt godt i et slikt regime. Dermed har de fleste institusjonelle investorer konverget i denne retningen.

Fallende rentenivåer var bakteppet over en periode på om lag 40 år mellom 1981 og 2021. Grafen nedenfor viser utviklingen for 10 års amerikansk statsrente. Bare ved et blick på grafen kan vi konstatere at en lignende utvikling som 1981-2021 ikke kan gjenta seg med dagens utgangspunkt.



Kilde: Robert Shillers database

Derimot ligger det nå mer til rette for en utvikling som kan ligne perioden 1941-1981, der inflasjonen biter seg mer fast. Vi antyder ikke at rentenivåene igjen skal stige mot 15 prosent, som i 1981. Bare det at rentenivået ikke lenger er fallende endrer investeringsklimaet vi har blitt vant til de siste 40 år.

Hva er konsekvensen for ulike investeringer dersom en periode mer lik 1941-1981 skulle gjenta seg? Dette ønsker vi å gi innsikt i gjennom denne månedens kommentar.

Stocks for the long run

En av de beste kildene på historisk avkastning i ulike aktivaklasser er Jeremy Siegels bok «Stocks for the long run». Vi tar utgangspunkt i bokens sjettede utgave (fra 2022). Tabellen nedenfor gjengir data for amerikanske aktiva i etterkrigstiden, hvor vi har regnet om de oppgitte annualiserte tallene til akkumulerte størrelser:

RENTER USA	Antall år	Infl. USA	Kort Stat nom.	Kort Stat realavk.	Lang Stat	Lang Stat
1946 - 1965	20	75 %	49 %	-15 %	37 %	-21 %
1966 - 1981	16	196 %	187 %	-3 %	48 %	-50 %
1982 - 1999	18	79 %	200 %	68 %	681 %	336 %
2000 - 2021	22	66 %	39 %	-16 %	343 %	167 %

AKSJER USA	Aksjer nom.	Aksjer realavk	CAPE start	CAPE slutt	CAPE Endr.	Aksjer meravk.
1946 - 1965	1073 %	571 %	15.0	23.7	58 %	593 %
1966 - 1981	191 %	-2 %	23.7	7.8	-67 %	48 %
1982 - 1999	1723 %	918 %	7.8	44.2	467 %	581 %
2000 - 2021	422 %	215 %	44.2	38.3	-13 %	48 %

Kilder: Stocks for the long run (6th ed.), Robert Shiller, Pareto Asset Management

I Pareto Asset Management har vi oppdatert langsiktige avkastningstall fra professorene Elroy Dimson, Paul Marsh og Mike Staunton frem til utløpet av 2022. De går helt tilbake til nyttårsaftnen 1899 og viser følgende gjennomsnittlige realavkastning for aksjer:

Norge 4,35 %
Sverige 5,90 %
USA 6,44 %
UK 5,26 %

Vi ser at USA og til dels Sverige har hatt noe høyere snittavkastning, hvilket blant annet kan skyldes fravær av hjemlig krigføring. Vi vil imidlertid tro at de samme resonnementene gjelder alle disse markedene hva angår effekten av renter og inflasjon.

I tabellen har vi supplert inflasjons- og avkastningstall fra boken med aksjeprising fra Robert Shiller (CAPE eller 'Cyclically Adjusted Price Earnings'). CAPE-tallene er korrigert, og etter vårt syn forbedret, med våre egne beregninger. Dette er en justering Shiller selv noterte med interesse da vi forela ham regnestykkene.

Vi har markert i rødt de svakeste periodene for renter, som var de to periodene preget av renteoppgang mellom 1946 og 1981. Det var negativ realavkastning for både korte og lange renter over hele denne perioden, der lang stat hadde den svakeste utviklingen. En investor i lang amerikansk stat tapte så mye som 60 prosent av hovedstolen i realtermer over disse 36 årene. «Sikre» lange IG-obligasjoner kan være svært så risikable i perioder med stigende inflasjon!

Med utgangspunkt i det høye rentenivået ved inngangen til 1982 ble perioden 1982 til 2021 bedre for renteinvestorer. Likevel slik at realavkastningen for korte statsobligasjoner var negativ mellom 2000 og 2021. Med fallende renter mellom 1982 og 2021 ga rentepapirer med lang durasjon best avkastning. I tabellen har vi beregnet en realavkastning på lange statsobligasjoner på 336 prosent for 1982-1999 og 167 prosent for 2000-2021.

Mens realavkastningen for renter har variert betydelig mellom de enkelte delperiodene, har realavkastningen for aksjer vært langt mer stabil. Kun i perioden 1966-1981 ga aksjer svakt negativ realavkastning, men også her var utviklingen mye bedre enn for lange obligasjoner – som i samme periode ga en halvering av realverdiene!

Siste kolonne i aksjepanelet gir, slik vi ser det, den viktigste innsikten. Der sammenligner vi realavkastningen for aksjer med realavkastningen for lange obligasjoner i hver periode. Som det er å forvente for delperioder på +/- 20 år har aksjer bedre avkastning enn lange obligasjoner i alle tilfeller.

Det er imidlertid markerte forskjeller mellom periodene. Legg merke til at en av de svakeste periodene for aksjer, relativt til obligasjoner, var mellom 2000 og 2021. I en periode med fallende renter gir nominelle obligasjoner solid avkastning. Dermed ble det ikke veldig stor differ-

anseavkastning mellom aksjer og lange obligasjoner over 20-års-perioden etter årtusenskiftet, kun 48 prosentpoeng.

To delperioder skiller seg ekstra positivt ut for aksjer: Både for 1946-1965 og 1982-1999 hadde aksjer nesten 600 prosentpoeng meravkastning mot lange statsobligasjoner. Det er i slike perioder den store langsiktige meravkastningen oppstår. Forrige periode med denne type meravkastning for aksjer ligger nå mer enn 20 år tilbake i tid. Det gjør at de fleste av dagens investorer ikke har vært utsatt for «risikoen» med å ha en høy renteandel i porteføljen. På et fremtidig tidspunkt der aksjer igjen skaper markant meravkastning mot renter, risikerer investorer med lav aksjeandel «å bli stående igjen på perrongen».

Men aksjer har ikke alltid hatt høy meravkastning. Hva er den viktigste forklaringen på de to svakere delperiodene 1966-1981 og 2000-2021? For å studere dette har vi tatt med tre kolonner for aksjeprising, hvor vi bruker CAPE-nøkkeltallet til Robert Shiller slik vi har justert det. Første og andre CAPE-kolonne oppgir prisingen ved periodens start og slutt, mens den tredje CAPE-kolonnen viser endring i aksjeprising over perioden.

Bemerk at endringen i aksjeprising var ekstrem i den svakeste aksjeperioden mellom 1966 og 1981. Prisingen av amerikanske aksjer falt med hele 67 prosent, ned til en historisk lav CAPE på 8,6 ved utgangen av 1981. Det er flere årsaker til dette, men inflasjonssjokkene på 1970-tallet er en viktig forklaring. Selv om aksjer er realeksponeringer og teorien tilsier at selskapene kan prise opp varene sine, gikk forbrukernes reelle kjøpekraft så mye ned at det også gikk ut over selskaperens inntjening.

I 1981 ble dessuten styringsrentene satt kraftig opp, nettopp for å få bukt med inflasjonen. For at aksjer skulle gi tilsvarende høyere fremtidig avkastning når rentene var blitt så høye, måtte prisingen bli desto lavere. I det amerikanske aksjemarkedet har aksjenes fortjenestevkastning, altså den inverse av P/E, i lange perioder fulgt rentenivået. Når rentene er høyere, er gjerne E/P høyere også.

Den andre perioden med svakere aksjeavkastning mellom 2000 og 2021 var også preget av fallende aksjeprising. Her var det imidlertid en annen bakenforliggende årsak: Aksjemarkedet var priset på historisk høye multipler i 2000, og «tyngdeloven» gjorde at prisingen falt noe tilbake over den neste 20-års-perioden.

Sannsynlig fremtidig differanseavkastning

Hva er sannsynligheten for at investorer med en høy renteandel i porteføljen kan «bli stående igjen på perrongen» sammenlignet med mer aksjeorienterte investorer? Kan vi få en ny 20 års-periode med flere hundre prosentpoeng mindrevkastning for obligasjoner mot aksjer?

Dagens lave rentenivå legger til rette for dette. Imidlertid var aksjeprisingen svært lav ved starten av de to sterke aksjeperiodene, med en CAPE på 10,1 ved inngangen til 1946 og 8,6 ved starten av 1982. Ved utgangen av 2021 noterte vi en CAPE-multippel på 34,5. Med en slik relativt høy prising var det ikke å forvente at aksjemarkedet skulle gi ekstraordinær meravkastning mot renter, til tross for de lave rentenivåene. Aksjemarkedet kan imidlertid svinge raskt, og ved inngangen til 2023 hadde CAPE-tallet falt til 25,5.

Et mulig scenario er at aksjemarkedene korrigerer ytterligere i tilfelle en resesjon. Da vil gjerne rentene gå enda lavere, samtidig som CAPE-multiplene for aksjer reduseres. Med et slikt utgangspunkt ser vi ikke bort fra at aksjer igjen kan gi meravkastning mot lange renter på flere hundre prosentpoeng. På slike tidspunkter vil investorer med tørt krutt kunne øke aksjeeksponeringen, og med det generere store langsiktige merverdier.

Den svake aksjeperioden 1966-1981

Nominelt har det brede amerikanske aksjemarkedet gitt positiv avkastning i alle de fire delperiodene, men over perioden 1966-1981 ga det marginalt negativ realavkastning. Kanskje ikke veldig overraskende, gitt inflasjonssjokkene på 1970-tallet.

Med muligheter for fortsatt høy inflasjon, gitt omstendighetene i økonomien i dag, er det relevant å stressteste porteføljen for tilsvarende utfall. Da er det nærliggende å skue til inflasjonsperioden 1966-1981. Hvor kan vi «gjemme oss» hvis den høye inflasjonen biter seg fast?

Russell Napier, «hovedmann» for en av våre temaartikler tidligere i år, viste i et foredrag til følgende avkastningstall for inflasjon og nominell avkastning for amerikanske aktiva i perioden januar 1966 til juli 1982. Basert på disse tallene har vi beregnet realavkastningstall i siste kolonne.

AMERIKANSKE AKTIVA (akkumulerte tall)	Jan. 1966 - Jul. 1982		
	Inflasjon	Nom. avk.	Realavk.
Inflasjon	196 %		
Lange statsobligasjoner		61 %	-46 %
Lange selskapsobligasjoner		67 %	-44 %
Store aksjer - vekst		139 %	-19 %
Store aksjer - verdi		250 %	18 %
Mellomstore aksjer - vekst		118 %	-26 %
Mellomstore aksjer - verdi		352 %	53 %

Kilde: Foredrag av Russell Napier, Pareto Asset Management

Tallene til Napier gjentar observasjonen at renteinvestorer mistet nær halvparten av realverdien over denne 16,5 års perioden – både i lange statsobligasjoner og i lange invest-ment grade selskapsobligasjoner.

Ovenfor viste vi til negativ realavkastning på 2 prosent for det brede amerikanske aksjemarkedet over perioden 1966–1981. Som vi ser av tallene til Napier, var det imidlertid store forskjeller internt i aksjemarkedet. Store vekstselskaper ga negativ realavkastning på 19 prosent, mens store verdiselskaper ga positiv realavkastning på 18 prosent.

Forskjellen var enda større for de mellomstore selskapene. Her var det negativ realavkastning på 26 prosent for vekstaksjene, mens verdiaksjene hadde en positiv realutvikling på 53 prosent.

At verdiaksjene ga bedre avkastning enn vekstaksjene i en periode med stigende inflasjon, er ikke overraskende. I vårt nyhetsbrev fra juni i år viste vi hvordan det implisitt er ulik durasjon for verdi- og vekstaksjer. Et grovt langsiktig anslag for durasjon ligger i området +/- 20 år for amerikanske verdiaksjer, +/- 30 år for aksjeindeksen (SP500), og +/- 40 år for vekstaksjene.

Oppsummering

I et regime med tiltagende og høy inflasjon, samt negative realrenter, er det fordel å ha kort durasjon på renteplas-

seringene og en større andel av porteføljen i realinvesteringer. I aksjemarkedet er verdiaksjer og selskaper som evner å prise opp varene i takt med inflasjonen å foretrekke. Rent intuitivt er dette fordi slike aksjer har lavere durasjon og er mer robust overfor endringer i prisveksten.

Mange av dagens investorer har porteføljer preget av lang durasjon. Internasjonale IG-obligasjoner har lang durasjon. Det samme gjelder vekstaksjer og indeksinvesteringer. Private equity utgjør en økende andel av mange institusjonelle porteføljer, men giring og andre forhold gjør at durasjonen i slike investeringer er veldig lang og gjerne 10–20 år over ugitte aksjeinvesteringer. Private equity er kanskje den aktivaklassen som har hatt mest medvind i et regime med fallende rentenivåer, og som kan få mest motvind ved eventuelt stigende eller høyere rentenivåer.

Gitt risikoen for fortsatt høy inflasjon i årene som kommer, kan investorer med fordel dreie porteføljene sine mot en større andel realaktiva og aktiva med kortere durasjon. Dette bidrar til å redusere inflasjonsrisikoen eller -følsomheten i porteføljen. For en langsiktig investor er det en høyst reell risiko.

Månedens ESG-tema

Kampen mot grønnvasking

I forbindelse med nytt EU-regelverk på ESG-området står kampen mot grønnvasking høyt på agendaen. Mye av hensikten med det nye regelverket er å bidra til privat kapital som finansieringskilde til det grønne skiftet. Grønnvasking handler om at produkter eller investeringer markedsfører seg som produkter eller tjenester som bidrar til det grønne skiftet uten at de faktisk gjør det. Det må forventes at grønne produkter har lettere for å tiltrekke seg institusjonell kapital i tiden som kommer. Produkter som nyter godt av dette bør ha materiell virkning i grønn retning.

Som et ledd i denne kampen publiserte det europeiske finanstilsynet, ESMA, nylig en rapport om statusen for grønnvasking. Rapporten er tilgjengelig via følgende link:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf

Rapporten søker å øke forståelsen av grønnvasking. Det pekes mot ulike områder der grønnvasking typisk oppstår,

slik at det oppnås bedre bevisstgjøring om aktuelle fallgruver. ESMA vil jobbe videre med dette og annonserer allerede nå at en ny og endelig rapport vil bli utgitt i mai 2024. Her vil det gis anbefalinger for fremtidige tilpasninger, inkludert mulige endringer i det regulatoriske rammeverket gitt av EU.

Kapittel 4.4. i rapporten handler om høyrisikoområder for grønnvasking innen kapitalforvaltning. Vi skal ikke gå i detalj om dette. Det handler hovedsakelig om ulike former for villedende markedsføring. Det kan være villedende uttalelser om positiv påvirkning («impact investing»), misvisende beskrivelser av hvordan selskaper følges opp, misvisende navn på fond, villedende uttalelser omkring kategorisering etter Sustainable Finance Disclosure Regulation («SFDR»), m.v.

Grønnvasking er i dag ikke direkte rettslig regulert. Indirekte regulering finnes blant annet i SFDR, AIF-loven og i generell avtalerett. Dette gir kanskje ikke fullgod forbrukerbeskyttelse, og det er naturlig å forvente et eget lovverk om grønnvasking i tiden som kommer.

Mange kapitalforvaltere er nok ikke godt nok bevisst denne problematikken. Det gjelder å være presis i kommunikasjonen gitt i fondsdokumentasjon og på nettsider. Manglende lovverk og regulering skaper større rom for feilinformasjon og litt for store lovnader jevnført med hvor miljøorienterte investeringene faktisk er.

Grønnvasking unngås ved at informasjonen om produktet samsvarer med de faktiske forholdene. Vi, i Pareto Asset Management, mener at forbudet mot grønnvasking best overholdes ved at praksis er bestemmende for informasjonen som formidles og ikke motsatt. For å oppnå en korrekt og konsistent informasjonsflyt må praksisen være tilstrekkelig etablert, operasjonalisert og kontrollert innad i foretaket.

Pareto Asset Managements ESG-relaterte informasjonsflyt bygger på en langvarig praksis etablert ved hjelp av retningslinjer som angir hvorledes og i hvilken grad ESG

skal integreres i produktene. De overordnede retningslinjene har lagt føringer for, og skapt en felles forståelse innad i foretaket for, Pareto Asset Managements forhold til ESG.

I møtet med EUs regelverk har Pareto Asset Management vært opptatt av at innordningen skal baseres på den praksisen som foretaket allerede har etablert. Denne tilnærmingen er valgt for å sikre at informasjonen er forankret i faktisk praksis, og fordi praksisen er kjent for ansatte som forvalter produktene eller formidler informasjon om dem. Slik reduseres risikoen for avvik mellom informasjonen som gis og de faktiske forholdene under det løpende arbeidet med å implementere nye lovkrav tilknyttet ESG. I tillegg har Pareto Asset Management benyttet interne og eksterne ressurser for å påse at foretakets praksis møter de regulatoriske kravene som foretaket er pålagt å innføre, herunder kategorisering av produkter etter SFDR.

Månedsutvikling

Fire institusjonelle fond

Absolutte avkastningstall pr. 31.07.2023

(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 %	5.4 %	4.0 %	4.2 %	8.9 %	8.1 %	20.11.2015
Pareto ESG Global Corporate Bond I	1.0 %	5.1 %	1.6 %	2.0 %	7.6 %	6.5 %	23.03.2015
Pareto Aksje Norge I	0.6 %	5.4 %	8.0 %	12.2 %	19.6 %	19.1 %	06.09.2001
Pareto Global I	-4.2 %	18.1 %	13.6 %	11.4 %	14.4 %	14.3 %	31.12.2007

Relative avkastningstall pr. 31.07.2023

(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 %	-1.5 %	1.5 %	3.1 %	6.6 %	8.7 %	OSEFX
Pareto Global I	-1.7 %	-3.8 %	-0.3 %	0.7 %	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

Sjeføkonom 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

