

Kære Investor,

Først og fremmest skal der lyde et stort tak til alle investorer/klienter i FAURBY CAPITAL – tak for jeres tillid.

I dette års investorbrev vil jeg drage en række paralleller til brevet fra 2021. Så hvis du ikke har læst sidste års brev, så anbefaler jeg dette. Sidste års brev havde titel af ”fare forude”. Netop denne fare har nu indfundet sig på de finansielle markeder, og vi befinder os aktuelt ”midt i stormvejret”, som ligeledes er titlen på dette års investorbrev. Jeg vil starte med et citat, som måske sætter tingene i perspektiv:

”Det finansielle marked er det eneste marked som jeg kender, hvor folk med glæde betaler fuld pris – men når ting kommer på tilbud, løber alle folk væk fra markedspladsen”

- Niclas Faurby, 2022

I forhold til sidste år, vil noget af teksten i dette brev være skrevet i flertal. Det er fordi vi nu er flere involveret i FAURBY CAPITAL. Jeg har fået Kristian Myrup med på holdet som analytiker, samt et professionelt Advisory Board, bestående af Peter Mosbæk, Kenneth Winther og Henrik Wedell-Wedellsborg.

Jeg ynder at skrive, når jeg har noget på hjertet, og derved ikke sætte mig selv i en position, hvor der skal leveres et brev på en bestemt dato – det skaber hverken værdi for dig eller mig. Derfor kan der være år, som nu, hvor brevet kommer 4 måneder senere end brevet sidste år. Der vil muligvis også være år, hvor der ikke kommer noget. Så er forventningen ligesom afstemt ☺. Nå det er sagt, så er du altid velkommen til at kontakte mig for at drøfte mine daglige noter og refleksioner.

Baggrunden for årets kursfald

De finansielle markeder har siden corona-krisen været kraftigt påvirket af de enorme finanspolitiske og pengepolitiske lempelser, som regeringerne i det meste af verden gennemførte for at redde økonomierne. I mine øjne var hjælpepakkerne nødvendige i starten, men i løbet af 2021 – hvor økonomierne buldrede derudaf og inflationspresset tiltog – burde især pengepolitikken have været strammet op.

Det skete som bekendt ikke, og nu står vi i en situation, hvor inflationsspøgelset for første gang siden 1980’erne forplanter sig igennem økonomierne. Til at starte med føles det godt for alle, at der er mange penge i omløb. Forbrugerne forbruger mere, og virksomhederne oplever stigende efterspørgsel efter deres varer og services. Inflationsproblemet viser sig først, når priserne er steget, og forbrugere og virksomheder bliver ramt af de stigende priser på alt, hvad de køber. Og det er der, vi står nu.

De fleste vestlige centralbanker, herunder den amerikanske og europæiske, styrer efter bl.a. at opnå en stabil inflation omkring 2 pct. Nu hvor det er tydeligt for alle, at inflationen er løbet fra dem, begynder de på bagkant at stramme pengepolitikken. Renterne er derfor steget på tværs af alle

obligationstyper, og det kommer til at slå igennem på alt fra forbrug til aktivpriser. Det ser vi aktuelt have store negative konsekvenser for markederne, hvor f.eks. det ledende amerikanske aktieindeks S&P 500 er faldet med 18 pct. i år. Det skal for en god ordens skyld også nævnes, at en del af kursfaldene også har forbindelse til Rusland/Ukraine, nedlukninger i Kina, etc.

Forberedelserne i FAURBY CAPITAL

Min investeringsfilosofi er centreret omkring vores mission: "at beskytte kapital- og købekraft igennem generationer, samtidig med at øge værdien over tid, i reale termer". Det indebærer, at jeg sammensætter porteføljer, som efter min vurdering vil klare sig godt igennem flere forskellige investeringsscenarier. I februar 2021 skrev jeg mit første investorbrev, hvori jeg uddybede mit syn på markederne, herunder den meget spekulative adfærd vi var vidne til. Derudover gav jeg indblik i et par af de scenarier, som efter min vurdering, var mest sandsynlige for resten af 2021 og 2022. Det er blandt andet disse scenarier, jeg har lagt til grund for sammensætningen af porteføljerne.

Teksten nedenfor med *kursiv* er udsnit fra sidste års investorbrev.

Sidste år vurderede jeg, at "centralbankerne presser de fleste investorer ud af risikokurven" og at med "ekstreme værdiansættelser på flere virksomheder, eksplosive kursstigninger, vanvittig IPO's, samt generelt spekulativ investordfærd, stiger sandsynligheden for at den igangværende optur indenfor en kortere periode, vil slutte. Når vi ser på de forskellige aktivklasser, markeder, sektorer og faktorer, så er nogle områder tydeligt mere anstrengte end andre – hvorfor jeg først forventer en korrektion (at boblen springer) i disse aktier og temaer". Jeg skrev også, at "der synes gode rationelle argumenter for, at de største bobler pt. er at finde i en række obligationsmarkeder, kryptovalutaer, en del SPACs og nogle af de mange uprofitable teknologivirksomheder. Uden at listen er udtømmende".

Ovenstående betragtninger er en del af baggrunden for, at jeg har valgt at have langt færre obligationer end normalt, og at jeg således stort set ikke har investeret i lange obligationer. I stedet har jeg valgt at investere i guld og sølv som stabiliserende elementer. Det har sparet os for store kurstab på obligationer, som nogle steder er faldet mere end aktierne. Mens både guld og sølv er i plus for året opgjort i danske kroner. Derudover har jeg valgt ikke at investere i det mest hotte "uprofitable teknologivirksomheder". Det har sparet os for det efterfølgende kollaps i dette markedssegment, som – repræsenteret med ARK Innovation ETF – er faldet med ca. 75 pct. siden investorbrevet sidste år. Ligesom vi heller ingen eksponering har haft mod SPACs og kryptovalutaer, som også er kollapsede i værdi – nogle med fald på helt op til 90%.

Som jeg også skrev sidste år, er det nu "man skal have modet til at gå mod strømmen – men det er smertefuldt og vil føles som at være den første som går ud på dansegulvet og hvor alle bare står og kigger på en, som om man er fra en anden planet. Altså forventeligt misse en del af opturen, hvor andre investorer tjener penge i en fart, at det kan gøre ondt helt ind i maven at se på. Vi skal huske på, at under bobler skabes store formuer – men det er også her, at store formuer går tabt igen".

Som tingene har udspillet sig i år, begynder jeg så småt at se muligheder i både lange obligationer og nogle få uprofitable teknologivirksomheder. Indtil videre afventer jeg imidlertid situationen lidt. De andre aktiver, jeg identificerede som boble-aktiver, dvs. kryptovalutaer og SPACs, er også

kommet under pres, men disse segmenter falder for nærværende uden for det, som jeg ønsker at investere i.

Jeg skrev også sidste år, at *”så længe vi ikke har nogen særlig inflation, kan centralbankerne holde renterne lave, og det kan understøtte fortsatte stigninger i risikoaktiver. På et tidspunkt kan det med rette formodes, at det aktuelle og vanvittige pengeeksperiment med stor sandsynlighed vil føre til højere inflation, som i sidste ende vil lede til højere renter”,* og at jeg søger *”beskyttelse i mere upopulære aktiver, industrier og selskaber”*. Som en konsekvens af ovenstående har jeg haft en eksponering mod selskaber og aktiver, som ville nyde godt af stigende inflation, herunder i råvaremarkedet. Derudover har jeg investeret i mere upopulære selskaber og sektorer, og det har overordnet set også bidraget positivt til porteføljerne.

Som langsigtet investor beskæftiger jeg mig ikke med specifikke forudsigelser, om end jeg altid prøver at forberede porteføljerne på det, jeg vurderer, er mest sandsynligt i fremtiden. Sidste år skrev jeg således, at *”Ingen bobler gentages perfekt. Eller som Mark Twain er citeret for at sige: ”History doesn't repeat itself, but it often rhymes”. Efterhånden er nogle af brikkerne i puslespillet begyndt at falde på plads og det begynder at rime! Nu sidder du sikkert og tænker, hvornår springer boblerne så...? Her er mit svar, kedeligt, men også ærligt. ”Jeg ved det ikke” – men i min optik kan de springe når som helst. Hvis jeg skal vove pelsen og komme med et gæt som med meget høj sandsynlighed er forkert. Så kunne nogle af boblerne (de mest oppustede af dem) springe på det tidspunkt, hvor færrest mennesker tror det vil ske. F.eks. til efteråret når vaccinerne er endelig udrullet og alle tror tilstanden i økonomien er normaliseret”*.

Som det fremgår af sidste års investorbrev, er årets begivenheder ikke uden for rammerne af det, som jeg forestillede mig kunne ske, og derfor har jeg også ro i maven i forhold til vores aktuelle investeringer. Det skyldes, at porteføljerne har en høj grad af diversifikation, og at de efter min vurdering vil klare sig godt igennem flere scenarier og ikke kun ét.

I forlængelse af ovenstående kan det til sidst nævnes, at udviklingen i IPO's og M&A aktivitet, som jeg også kommenterede på, ikke bare er aftaget, men næsten kollapsedet. Det samme er sket med spekulationslysten hos mange af de private investorer, som indtog aktiemarkedet sidste år, som om det var et kasino, hvor alle kunne vinde over huset. Det viste sig ikke at være tilfældet.

**”Investering handler også om, hvad du undgår at investere i”
- Niclas Faurby, 2021**

I investorbrevet for 2022 vil jeg primært fokusere på disse tre spørgsmål:

- 1) Hvilket investeringsmiljø befinder vi os i? Og kan det minde om noget, vi har set i historien?
- 2) Den aktuelle storm - og hvor meget kan aktiemarkedet falde herfra?
- 3) Hvordan allokerer vi kapitalen i det aktuelle investeringsmiljø?

Jeg var tidligt opmærksom på risikoen for den øget inflation, og brugte derfor det meste af forrige- og sidste år på, at studere fænomenet. Herunder med intense studier af de tidligere høj-inflationsperioder, som vores forfædre har været vidne til, men som de færreste investorer i dag har oplevet. Det gjorde jeg både for at forstå, hvilken betydning det potentielt har for økonomien,

men mest af alt for at blive klogere på, hvordan vi bedst muligt allokerer kapital i et andet inflationsmiljø, end det vi har været vant til igennem de sidste årtier.

Opsummeret: "Et nyt inflationsregime kaldte på nye investeringsbeslutninger". Det har været en af de primære årsager til at vores porteføljer har været vægtet mod blandt andet råvarer og råvarerelaterede selskaber. Vi har som nævnt tidligere været undervægtet i obligationer, og stort set de eneste obligationer, vi har været eksponeret mod, var dem med den bedste rating (AAA) og med kort varighed (< 3 år), da vi anså disse som et alternativ til kontanter.

Det har været et kontroversielt valg at være så meget ude af obligationsmarkedet, som vi har været. Men det har også været et velovervejede valg, og det vil jeg komme yderligere ind på nedenfor.

1. Hvilket investeringsmiljø befinder vi os i? Og kan det minde om noget vi har set i historien?

I forbindelse med udarbejdelsen af dette års investorbrev har vi lavet en grundig analyse af en række historiske begivenheder. Vi har studeret amerikanske data mere end hundrede år tilbage for aktier, obligationer, boligpriser, recessioner og inflation. Når jeg i brevet referer til f.eks. aktier, er det således amerikanske aktier, nærmere bestemt S&P500. Vi har som en del af denne analyse lavet to konkrete casestudier af de inflationære perioder, vi har haft igennem de sidste 100 år. De færreste investorer har været aktive igennem disse perioder, hvorfor man er nødt til at kende historien, hvis man ikke har levet i den. Med ønske om at brevet ikke bliver for langt, har jeg vedlagt de to studier i **bilag 1** og **bilag 2**. Jeg vil på det kraftigste opfordre dig til at investere tiden i at læse bilagene, og derved få yderligere indblik i en relevant del af den økonomiske historie, men jeg vil kun berøre dem kort her i selve brevet.

Den ene periode kalder jeg inflationsperioden i 40'erne (en 15-årig periode med 3 inflationsbølger fra start 1940'erne og frem til medio 1950'erne). Og den anden inflationsperiode i 70'erne (en 20-årig periode med 3 inflationsbølger fra medio 1960'erne og frem til medio 1980'erne).

Hvis man som aktiv investor skulle have oplevet bare den seneste inflationære periode, så er man forventeligt over 80 år, da jeg derved antager, at man var i starten af 20'erne, da tingene begyndte at udspille sig. De få investorer, som måtte have oplevet dette inflationsregime på egen krop, forvalter højst sandsynligt ikke kapital i dag. Så hvis man som nuværende investor vil forstå hvilket økonomiske- og investeringsmæssige miljø, vi potentielt kan være i, så er man nødt til at studere historien. Eller for at citerer Winston Churchill: "Study history, study history. In history lies all the secrets of statecraft". Jeg har altid været meget interesseret i at studere den økonomiske historie. Så nu til nogle af de historiske observationer, hvor vi starter med den seneste inflationære periode i 70'erne.

Igennem denne 20-årige periode fra medio 1960'erne og frem til medio 1980'erne var det akkumulerede aktieafkast i nominelle termer hele 345 pct., mens det i reale termer kun var på 32 pct., svarende til 1,4 pct. p.a. Dengang var aktierne i øvrigt billigere i forhold til deres indtjening, ligesom de udbetalte højere udbytter, end vi er blevet vant til i dag. 70'erne var ganske hårde ved obligationsinvestorer, som over den 20-årige periode havde mistet 27 pct. af deres købekraft, svarende til et negativt realafkast på -1,6 pct. p.a. Et af de bedre steder at være allokeret i 70'erne, var i guld, som i perioden gav et realafkast på 153 pct., svarende til et realafkast på +4,8 pct. p.a.

Det andet høj-inflationsmiljø vi har studeret, var perioden fra 1940 til 1955, også her kom inflationen i tre bølger. Igennem 40'erne havde man i nominelle termer fået et akkumuleret afkast på aktier på hele 588 pct., mens man i reale termer havde fået et afkast på 258 pct., svarende til +8,9 pct. p.a. i realafkast. Ligesom i 70'erne var aktierne i 40'erne billigere i forhold til indtjeningen, og de udbetalte også højere udbytter. Til sammenligning havde man i obligationsmarkedet mistet 28 pct. af sin købekraft, svarende til et negativt realafkast på -2,2 pct. p.a. Guld var igennem perioden fastlåst til dollaren (guldstandard), så det vil kunne sammenlignes med en kontant placering i mønter/sedler. Guld mistede i denne periode 46 pct. af sin købekraft.

Sammenligning til i dag

For at gentage det gamle ordsprog: "Historien gentager sig ikke, men ofte rimer den". Så kan der i dag laves nogle sammenligninger til begge perioder. Det økonomiske miljø i dag er unikt og ikke set tidligere, men noget rimer mere på det vi observerede i 40'erne, med høj gæld og lave styringsrenter, ligesom økonomien også op til perioden gennemgik en finansiel krise i 30'erne. Centralbankerne har i dag nogle udfordringer, som de ikke havde i 70'erne. Her kan for eksempel nævnes en BNP-vækst som ligger under det historiske gennemsnit, på trods af ekstrem lempelig pengepolitik, og en alt for høj gældsbyrde målt i forhold til BNP. Så hvis Centralbankerne skulle hæve renten over inflationsniveauet, som de gjorde det i 70'erne, ville det resultere i bl.a. massive problemer med de offentlige finanser og potentiel insolvens. Jeg tror, det er netop derfor, at Centralbankerne har tøvet med at stramme pengepolitikken, førend de var nødsaget til det – det er hvor vi er nu. Men bemærk samtidig, at de ikke har mulighed for at stramme pengepolitikken alt for meget, og slet ikke som i 70'erne. Selv ved en mindre stramning, som vi ser i øjeblikket, er den Amerikanske Centralbank måske ved at føre økonomien ind i en recession.

I 1940'erne, hvor statsgælden ligesom i dag var over 100% af BNP, valgte den Amerikanske Centralbank at lave rentekurve kontrol, hvilket betød, at de holdt de korte renter på 0,375 pct. og de 10-årige renter fast på 2 pct. Længst ude på kurven var de lange renter fast på 2,5 pct. Alt dette fandt sted mens den gennemsnitlige inflation var 4,4 pct. i perioden, eller tættere på 6 pct., i den periode hvor de kontrollerede rentekurven. Kan det så ske igen i dag? Det ved jeg ikke, men Centralbankerne kender til dette værktøj og har brugt det tidligere, så det ville ikke undre mig, hvis de på et tidspunkt tog det i brug igen. Måske i et andet format, hvor de f.eks. næste gang vil holde rentekurven flad igennem deres kontrol (lært af erfaringen fra 40'erne).

Den eneste måde, hvorpå jeg aktuelt kan se staterne komme af med deres enorme gæld, er igennem finansiel undertrykkelse*. Altså holde renterne under inflationen, og på den måde vil gælden løbende blive mindre i reale termer.

*Finansiel undertrykkelse er måske ikke en officiel betegnelse, men det jeg mener er, at Centralbankerne bevidst undertrykte finansmarkeder ved, at holde renten lav, og under inflationen, igennem perioden. Når du holder renten lav og inflationen er høj, så udvander du købekraften hos opsparerne og dem som ejer aktiver. En persons aktiv, er en anden persons er gæld. Dem med gæld, får derimod løbende reduceret deres gæld i reale termer.

I midten af 40'erne, efter 2. Verdenskrig, havde den Amerikanske stat en meget høj gæld efter at have finansieret krigen. Gælden var dengang næsten på samme høje niveau som i dag (>100% statsgæld i forhold til BNP). Med andre ord var den finansielle undertrykkelse unik for perioden i

40'erne. Men det lykkedes den Amerikanske regering at få afviklet det meste af sin gæld i reale termer frem til omkring 80'erne, hvor gælden i forhold til BNP var nede på omkring 30%. Herfra er gælden steget igen, til de høje niveauer vi ser i dag.

Som du vil kunne se af graferne i bilag 1 og 2, så har inflationen det med at komme i bølger. Så det vil ikke overraske mig, hvis vi i løbet af de næste 6-9 måneder, igen begynder at se faldende inflationstal (på årlig basis / YoY-data). Det vil nok få de fleste til at tænke, at inflationen er et overstået kapitel, men hvis problemerne på udbudssiden forbliver uløste og efterspørgslen er klar til at vende tilbage igen (hvis den Amerikanske Centralbank kun begrænser den i en kortere periode). Så vil der være risiko for en ny stigning i inflationen. En potentiel 2. bølge, som vil starte i år 2025/2026 og toppe 1-2 år senere. Det kan også være at Centralbanken får ødelagt økonomien så meget, at vi i en kortere periode kommer til at se deflation (faldende priser, som ellers er et sjældent fænomen i nyere tid). Det var, hvad der skete på bagkant af den anden inflationsbølge ultimo 40'erne.

2. Den aktuelle storm - hvor meget kan aktiemarkedet falde herfra?

På baggrund af de sidste 100-års data på aktiemarkedet kan vi konkludere, at vi skal være forberedt på lidt af hvert. Men som tommelfingerregel; falder aktiemarkedet med mere end 10 pct. cirka hvert 1,5 år. Større korrektioner (såkaldte bjørnemarkeder) med fald på 20 pct. eller derover sker i gennemsnit hvert 4,5 år. Så den korrektion vi aktuelt befinder os i, er endnu ikke unormal i en statistisk sammenhæng – men det kan jo blive være endnu. En korrektion med et fald på 30 pct. eller mere sker i gennemsnit hvert 7. år. Og de værste korrektioner med fald på over 40 pct. sker i gennemsnit hvert 13. år. Med andre ord, korrektioner af en vis størrelse er ret normale på aktiemarkedet. På trods af denne usikkerhed og volatilitet har aktier på langt sigt været det bedste sted at være, hvis man kan se igennem fingre med risikoen undervejs. Dette fremgår bl.a. tydeligt af bilag 7 og 8, som viser de akkumulerede afkast på tværs af de store aktivklasser siden 1915.

Det største daglige tab i historien fandt sted mandag den 19. oktober 1987, hvor aktiemarked på en enkelt dag, faldt med omkring 22 pct. Én gang i historien er aktiemarkedet faldet med hele 80 pct. fra top til bund (år 1930-1932). Det er nok den ultimative stresstest. Måske forbliver disse ekstreme korrektioner – som fandt sted i 30'erne og 80'erne – engangsbegivenheder, som ikke finder sted igen. Men ingen ved det. Historien forandrer sig i takt med, at fremtiden indtræffer.

Med ønske om at dele min indsigt i, hvad historien fortæller os om korrektioner, har vi lavet endnu et casestudie. Her dykker vi ned i alle de historiske korrektioner siden 1928. Og igen for at holde brevet kortest muligt har jeg vedlagt dette studie i **bilag 3**. Aktiemarkedet falder generelt mest i forbindelse med recessioner, hvilket jeg kommer dybere ind på. Vores konklusion er, at de brede aktiemarkeder i et slemt scenarie kan falde med 30 procentpoint yderligere. Og igen vil jeg anbefale dig til at læse bilaget for at få flere nuancerede detaljer på, hvordan og hvorfor. Jeg vil sammenligne det med at læse et regnskab, her finder vi ofte detaljen i notaerne – det samme gælder med bilagene her i brevet.

Hvis vi tror, at det kan blive slemmere herfra, og at aktiemarkedet potentielt skal længere ned, hvorfor reducerer vi så ikke risikoen i porteføljerne yderligere ved f.eks. at have mere guld, flere

korte obligationer eller mere kontant? Det er der flere grunde til, som jeg vil komme ind på nedenfor.

For det første har markedet allerede indpriset en del risiko – og det er svært at sige, hvor meget mere elendighed, der skal prises ind, før markedskorrekturen balancerer med den realøkonomiske virkelighed. Følgende risici er f.eks. allerede identificerede af investorerne: Stramning fra Centralbanker, inflation, recessionsscenario, den geopolitiske uro og konflikt mellem Vesten og Østen, høje værdiansættelser, højere renter etc. Dette er med andre ord allerede kendt af markedet.

For det andet stiller vi altid os selv spørgsmålet, hvad hvis vi tager fejl? De finansielle markeder er så komplekse, at "ydmagthed" er blandt de væsentlige egenskaber, hvis man vil opnå langsigtet succes i dette spil. Så selvom vi kan have en stærk overbevisning, går vi aldrig all-in på noget. Eksempelvis; hvad hvis Centralbankerne vender om på en tallerken, og begynder at stimulere økonomien igen (i stedet for at stramme) – så skal markederne potentielt meget op herfra.

For det tredje er der en sammenlignelig risiko ved at være 'inde i markedet', som ved at være 'ude af markedet'. Især i et højinflationsmiljø, som vi aktuelt befinder os i. Som studeret under de tidligere højinflationsperioder, så er kontanter og statsobligationer et dårligt sted at være eksponeret. Det vil sige at have for meget i kontanter, eller have for mange obligationer, potentielt kan give et tab af købekraft på længere sigt.

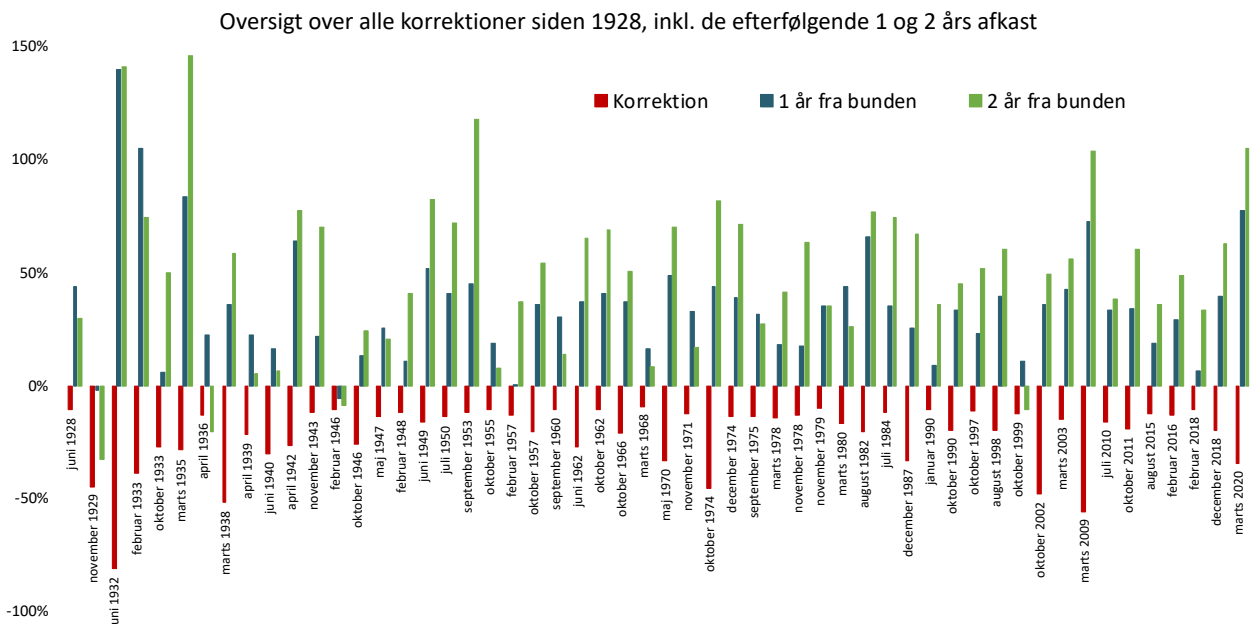
For det fjerde tror vi ikke på, at nogen kan 'time markedet', heller ikke os. Vi er langsigtede investorer, og ved at over en lang tidshorizont, vil "*time in the market*" slå "*timing the market*". Så ved at være ude af markedet og potentielt beskytte mod et tab på for eksempel 30 procentpoint yderligere – løber vi samtidig risikoen for at være ude af markedet, og potentielt misse flere hundrede procent i afkast på den lange bane, hvis vi ender med ikke at komme ind igen. Selvom vi ikke tror på "market-timing", så ønsker vi løbende at om-allokere blandt vores aktiver af hensyn til risikostyring og de individuelle risikoprofiler. Det vil med andre ord sige, at hvis vi har data som understøtter, vores teser, så er vi overvægtet det, vi tror på. Ligesom vi sidste år og i år har været undervægtet- eller helt ude af ting, vi ikke har troet på.

Det er også vigtigt at understrege, at vores porteføljer ikke afspejler S&P500, som vi har analyseret historiske korrektioner på. Vi har konstrueret en anden sammensætning af vores aktieeksponering.

For det femte og sidste argument. Så har historien vist, at ved store korrektioner, medfølger endnu større opture efterfølgende. Og store udsving i begge retninger har det med at hænge sammen. At være ude af markedet på bare den bedste dag, kan betyde en pæn reduktion af det langsigtede akkumulerede afkast. Eller hvis man risikerer at gå i panik, og derved være så uheldig at sælge på bunden, så kan det koste langt mere, afhængigt af hvornår man kommer ind i markedet igen. Hvis man først er gået kontant, hvornår går man så ind i markedet med kapitalen igen? Statistikken taler sit tydelige sprog – når bunden er nået (ingen ved hvornår, og vi kan først konkludere på det bagudrettet). Men hvis man har solgt ud på bunden og først kommer ind i markedet igen, når der ikke er samme stress i systemet, og det er typisk her man får lyst til at aktivere sine kontanter, så vil man i mellemtiden været gået glip af et afkast fra bunden på 35 pct. i gennemsnit det første år og hele 50 pct. i gennemsnit efter 2 år. Den største risiko ligger så i om man overhovedet har lyst til at

komme ind på markedet igen med sine kontanter, efter markedet allerede er steget markant. Og hvornår kommer man så ind? Eller kommer man til at stå på sidelinjen, for stille og roligt at miste af sin købekraft?

Nedenfor har vi udarbejdet en grafik, som synliggør hvordan korrektioner oftest er forbundet med efterfølgende positive afkast. De røde søjler viser korrektionernes størrelse, mens de grønne søjler viser de efterfølgende 1- og 2 års afkast fra bunden.



Kilde: Shiller + Yardeni + egne beregninger.

Når vi ser tilbage på de store bjørnemarkeder, er det værd at huske, at usikkerhed og volatilitet på aktiemarkedet blandt andet er prisen for et godt afkast på lang sigt (>10 år). Matematikken er simpel på den lange bane. Bag en hver aktie er en virksomhed, som løbende øger deres indtjening i gennemsnit. Et gennemsnit af disse virksomheder (vurderet på baggrund af de 500 største i USA) har over tid øget deres indtjening med omkring 8% om året. På den lange bane følger aktiemarkedet indtjeningen og vil forventeligt i nominelle termer blive fordoblet hvert 9. år ud fra en matematisk gennemsnitsbetragtning. Men en ting er sikkert, der kommer til at være store udsving undervejs.

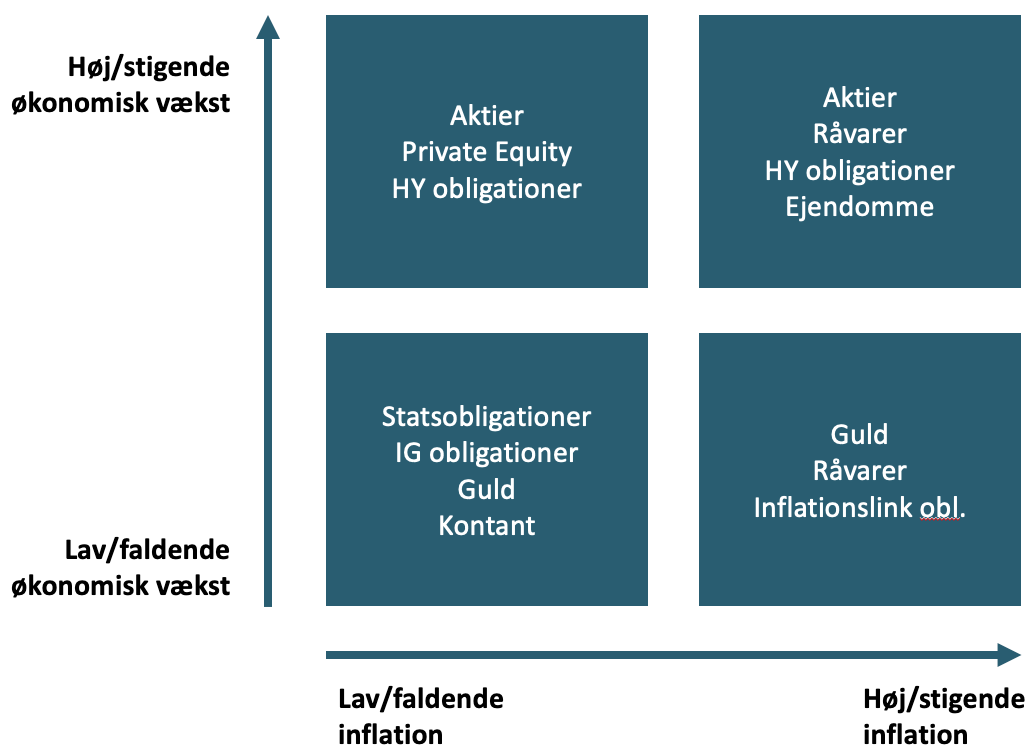
3. Hvordan allokerer vi så kapitalen i det aktuelle investeringsmiljø?

Gående ind i denne korrektion havde vi veldiversificerede porteføljer med stabiliserende elementer såsom guld, korte obligationer eller kontanter – det har vi haft det godt med, og det har ikke været timing af den nuværende korrektion. Det har alene været ud fra vores princip omkring rettidig omhu ved at tage lidt risiko af bordet, når tingene kører for langt væk fra, hvordan vi ser verden. Det har indtil videre været en god (måske heldig) beslutning, men vi går ikke op i spurtpræmier – vi vil vinde maratonet. Historien er jo ikke skrevet færdig endnu, og hver dag kigger vi på nye investeringsmuligheder.

Undervejs i dette udfordrende investeringsmiljø er vores fornemmeste opgave at leve op til vores langsigtede mission. Beklager gentagelsen: "at beskytte kapital- og købekraft igennem generationer, samtidig med at øge værdien over tid, i reale termer". Læg her mærke til, at vores fokus fra start har været **at øge værdien over tid, i reale termer** – altså et langsigtede afkast efter inflation. Selvom vores porteføljer, sammenlignet med mange andre, ikke er påvirket af korrektionen i samme grad, så er vi kommet under vand i reale termer. Personligt oplever jeg det som utilfredsstillende, når vores porteføljer på den korte bane er udfordret, også selvom det måtte være mindre, end hvad de ville have været mange andre steder. Men samtidig ved jeg, at det er en del af det langsigtede spil at kunne håndtere kortsigtet støj. Sidstnævnte strofe "**over tid**" er nemlig en væsentlig del at have for øje på de finansielle markeder. Inspireret af Benjamin Graham, er markedet på den korte bane en stemme-maskine (alle investorerne stemmer i øjeblikket markedet ned). Mens det på den lange bane er en vægt-maskine, hvor kurserne vejer mod (følger) indtjeningen, som kan ses i **bilag 5**.

Vores mission medfører langsigtede investeringsbeslutninger, og med dårligere sigtbarhed, ønsker vi ikke at satse alt på ét investeringsmiljø – men prioritere at have veldiversificeret porteføljer, som kan klare sig igennem de forskellige investeringsmiljøer. Men igen under hensyntagen til individuelle behov og risikotolerance.

Nedenfor har vi udarbejdet en grafik, som på en simpel måde beskriver disse investeringsmiljøer opdelt i 4 dele.



Kilde: Egen fremstilling.

Aktuelt observerer vi høj inflation og moderat til lav økonomisk vækst, hvilket tyder på, at vi nu er på vej i en slags stagflation (boksen nederst til højre), selvom vi endnu ikke kan se det endeligt i data. Det store spørgsmål er så om vi kommer til at være i stagflation i en kortere eller længere

periode. Hvis Centralbankerne får bekæmpet inflationen, og den derved falder ned igen på et lavt niveau, så har det højst sandsynligt medført så ødelæggende effekter i økonomien, at det potentielt medfører negativ vækst og så er vi i en recession (dvs. boksen nederst i venstre hjørne). Vi tror ikke vi præcist kan forudsige, hvilket investeringsmiljø vi kommer til at være i, samt hvor lang tid vi vil være i det. Derfor er diversifikation vigtigt – vi har aktiver på tværs af boksene (primært aktier, råvarer og guld). På denne måde har vi aktiver som på forskellig vis, vil klare sig godt i de forskellige investeringsmiljøer.

Vi har desuden eksponeret porteføljerne langsigtet i overensstemmelse med vores mission. Så for at undgå, at kapitalen arbejder for meget i "modvind", via en for stor andel i aktiver, som giver et negativt eller meget lavt afkast i reale termer (kontanter, statsobligationer og guld). Så er porteføljerne allokeret til langsigtet medvind, men under hensyntagen til, at de oplever stormvejr undervejs, som den aktuelle periode er et eksempel på.

Hvad gør Warren Buffett?

Jeg har tidligere henvist til "Buffett-indikatoren", som måler værdien på aktiemarkedet i forhold til BNP. I forbindelse med mit investorbrev sidste år, viste indikatoren en historisk høj ratio på 224 pct. Altså værdien af aktiemarkedet udgjorde mere end 2x økonomien. Om ligevægten er 1x, skal jeg ikke gøre mig til dommer over. Men på det tidspunkt sidste år, hvor jeg skrev brevet, havde Berkshire Hathaway (Warren Buffet's investeringsselskab) en kontantbeholdning på omkring 140 mia. dollars.

I skrivende stund er Buffett-indikatoren faldet til omkring 160 pct., stadig væsentligt over det historiske gennemsnit. I modsætning til under Corona-krisen er Warren Buffet nu begyndt at investere nogle af sine kontanter. Således er kontantbeholdningen gået fra de 140 mia. dollars til omkring 100 mia. dollars.

Konklusion

De finansielle markeder er altid fyldt med usikkerhed. Men aktuelt finder vi udfaldsrummet endnu større end det plejer at være. Der er mange veje økonomien og de finansielle markeder kan tage herfra, som også beskrevet ovenfor.

Som du ved har vi forsøgt at være på forkant i forhold til det aktuelle investeringsmiljø, ved at studere historien og se på data. Men når det er sagt, så tager vi også fejl – vores succeskriterie er, hvis vi har ret 2 ud af 3 gange.

Når tidevandet sænkes, så sænkes alle bådene, og vores porteføljer er ingen undtagelse. Men samtidig kan man også se, hvem der svømmer nøgne rundt, når tidevandet falder. De investorer som ikke har tøj på, er de investorer som ikke har taget deres risikostyring alvorligt. Aktuelt er der en lang række investorer, som bløder. Ingen nævnt – ingen glemt.

Mange risici er allerede indpriset i markedet jf. tidligere beskrevet. Men en af de største identificerbare risici, som endnu ikke er blevet indpriset (men som heller ikke er udløst endnu) er, hvis likviditeten går ud af markedet. På de dage, hvor likviditeten potentielt går ud af markedet, vil vi se tocifret daglige udsving (nogle husker måske de værste dage under Corona-krisen eller Finanskrisen, hvor vi så daglige udsving på 10-15 pct.). Det kan vi heller ikke forudsige, hvornår- eller om det vil ske i denne omgang. Men vi holder nøje øje med gearingen, likviditeten og kreditspændene. Det er primært interessant ud fra en betragtning om, hvor meget stress der er i

markedet, og samtidig vide hvornår alle ønsker at sælge nærmest uanset prisen. I de tilfælde vil vi gerne være køber af billige aktiver og virksomheder.

Vi fortsætter med at investere porteføljerne i aktiver og selskaber som vi forstår. Vi er trygge ved de selskaber vi ejer, og i takt med deres prissætning falder, bliver de alt andet lige desto mere attraktive – men det gør andre selskaber, som vi følger også. Vi vurderer selskaberne individuelt, men også deres relative værdi, og derved om øvrige selskaber kan forrente vores kapital bedre. Derfor kan der forekomme ændringer i porteføljerne, såfremt vi finder mere relativ værdi i andre aktiver og selskaber, i takt med de store forskydninger i markedet.

”Hvor der er risiko, er der muligheder, og hvor der er muligheder, er der risiko”.
- Niclas Faurby, 2022

De fleste investorer har koncentreret sig omkring mulighederne. I vores optik gav det en øget systemisk risiko. Nu er stemningen skiftet, og de fleste investorer er begyndt at fokusere på risiko. Det vil løbende medføre muligheder, som vi vil forsøge at udnytte, når vi mener tiden er rigtig.

Som skrevet er det ikke risikofrit at have kontanter og obligationer. På den lange bane vil kontanter give et sikkert negativt afkast i reale termer. Vi mener derfor, at når vi kigger holistisk på det, så har vi aktuelt den rette andel i kontanter og kontantlignende eksponeringer (alå korte danske obligationer). Selvom vores guld-eksponering har bidraget godt indtil videre i år, har vi endnu ikke til hensigt at frasælge vores guld, da det i nogle af vores scenarieanalyser vil bidrage med en unik diversifikation, som ingen øvrige aktivklasser kan. I takt med at tingene måske forværres, er det vores forventning, at flere investorer vil søge tilflugt i det gyldne metal, hvilket potentielt vil få prisen til at stige yderligere i nominelle termer (der kan ikke printes mere guld). Men i modsætning til kontanter og obligationer mener vi, at guld også vil beskytte kapitalen i reale termer.

I min tid som Investor, er det aktuelle investeringsmiljø klart det mest vanskelige – der er nemlig ingen oplagte ”skjulesteder”, som vi har været inde på tidligere.

Det gælder for alle konklusionerne i dette investorbrev, at jeg har den tilgang, at hvis fakta ændrer sig, ændres min holdning også.

For at citere en af mine inspirationskilder: ”Vær frygtsom når andre er grådige og kun grådig når andre er frygtsomme” - Warren Buffett.

Jeg mener stadig det er lidt for tidligt at være decideret grådig. Værdiansættelserne ser i gennemsnit fortsat anstrengte ud mange steder. Men jeg finder markederne så meget desto mere attraktive, end da jeg skrev sidste års brev. Der begynder at opstå muligheder, som vi løbende kigger på.

/Niclas Faurby, Investor.

Bilag 1. Casestudie af den inflationære periode i 1970'erne.

Inflation har det med at komme i bølger – det gjorde den også i 70'erne. I gennemsnit havde vi i perioden en inflation på 6,3 pct. (se bilag 4). Renten var i gennemsnit på 8,2 pct. og realrenten var derved på 1,9 pct., og i gennemsnit positiv. Den reale BNP-vækst lå i perioden omkring det historiske gennemsnit på 3,3 pct.

I nedenstående grafik 1 finder du udviklingen på aktiemarkedet, målt ved S&P500, både i nominelle termer, altså afkast før inflation (den sorte streg), og aktiemarkedet i reale termer, efter inflation (den stiplede linje). Det er her tydeligt at se forskellen i investeringsafkastet før- og efter inflation. I gennem hele perioden havde du i nominelle termer fået et akkumuleret afkast på hele 345 pct., mens du i reale termer kun havde fået et afkast på 32 pct. eller svarende til 1,4 pct. p.a.

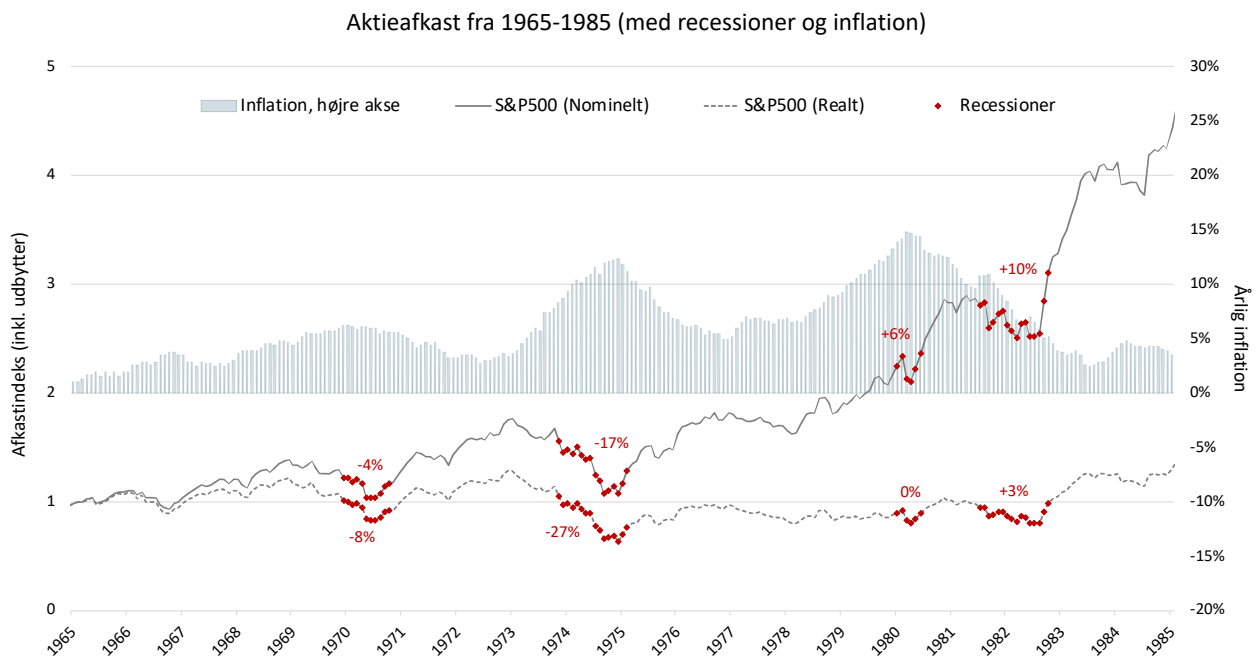
Til sammenligning havde du i obligationsmarkedet mistet 27 pct. af din købekraft, eller svarende til et negativt realafkast på -1,6 pct. p.a. i perioden, selvom renten i perioden var ret høj (målt ved 10-årige amerikanske statsobligationer).

Et af de bedre steder at være allokeret i 70'erne, var i guld, som i perioden gav et afkast på 153 pct. efter inflation, eller svarende til et realafkast på +4,8 pct. p.a.

Den røde markering i grafikken viser recessionerne målt på **aktiemarkedet i grafik 1** og **obligationsmarkedet i grafik 2**, samt kursudviklingen under disse recessioner.

Den værste recession fandt sted i midt 70'erne, hvor aktiemarkedet under recessionen dog "kun" faldt med 17 pct. i nominelle termer, men med hele 27 pct. i reale termer. Fra toppen til bunden var faldet på 39 pct. (50 pct. i reale termer). Altså en stor korrektion, hvor kun halvdelen af faldet fandt sted under selve recessionen.

Grafik 1 – Aktieafkast fra 1965 til 1985:

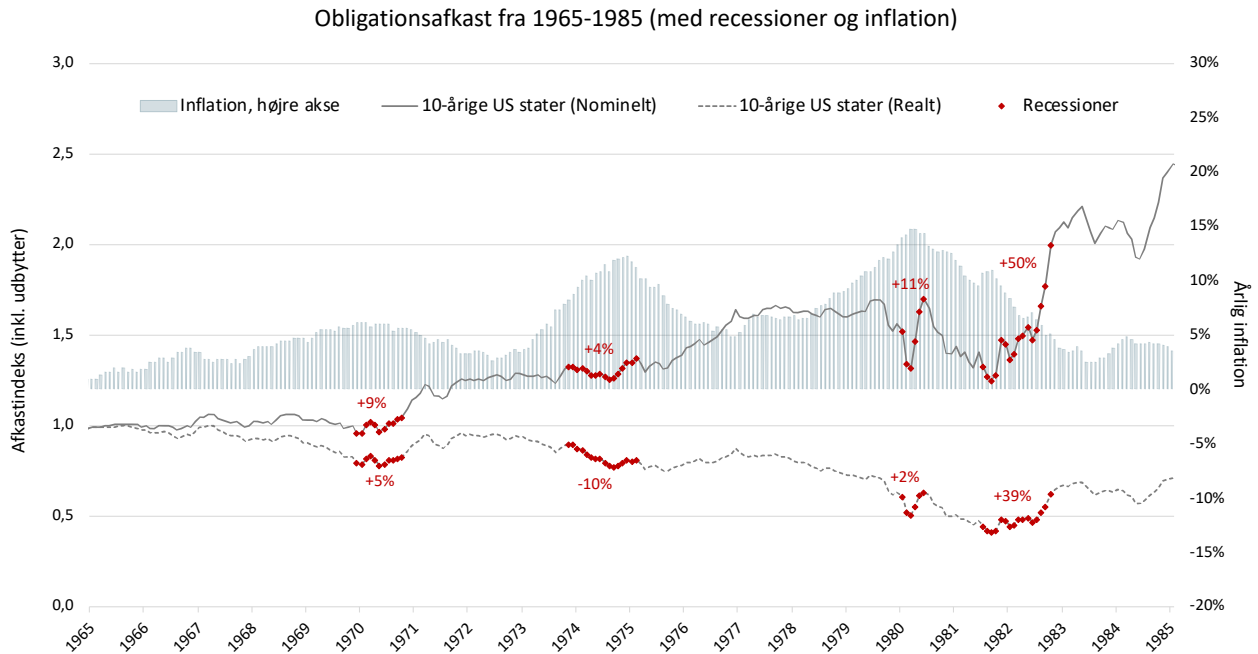


Kilde: Shiller data + Egne beregninger.

Obligationsmarkedet gik heller ikke fri i reale termer, hvor realafkastet under recessionen var på -10 pct. men dog positivt i nominelle termer.

Så det er altså ikke uvæsentligt at se på tingene både i nominelle- og reale termer, når inflationen ikke længere ligger stabilt omkring 2 pct.

Grafik 2 – Obligationsafkast fra 1965 til 1985:



Kilde: Shiller data + Egne beregninger.

Den gennemsnitlige værdiansættelse på aktiemarkedet, målt ved CAPE P/E (Prisen i forhold til 10 års inflationsjusteret indtjening), var i perioden på omkring 14 (den laveste observation var 6,6 og den højeste var 24,1), markant lavere end den er i dag, hvor den gennemsnitlige CAPE P/E de seneste 12 måneder er på 36 og den seneste observation på 29.

Ligeledes betalte virksomhederne i perioden et meget højere udbytte end de gør i dag. Den gennemsnitlige udbytteprocent var på 4 pct. p.a., hvor den igennem de seneste 12 måneder har været på 1,4 pct. og aktuelt på 1,6 pct.

Bilag 2. Casestudie af den inflationære periode i 1940'erne.

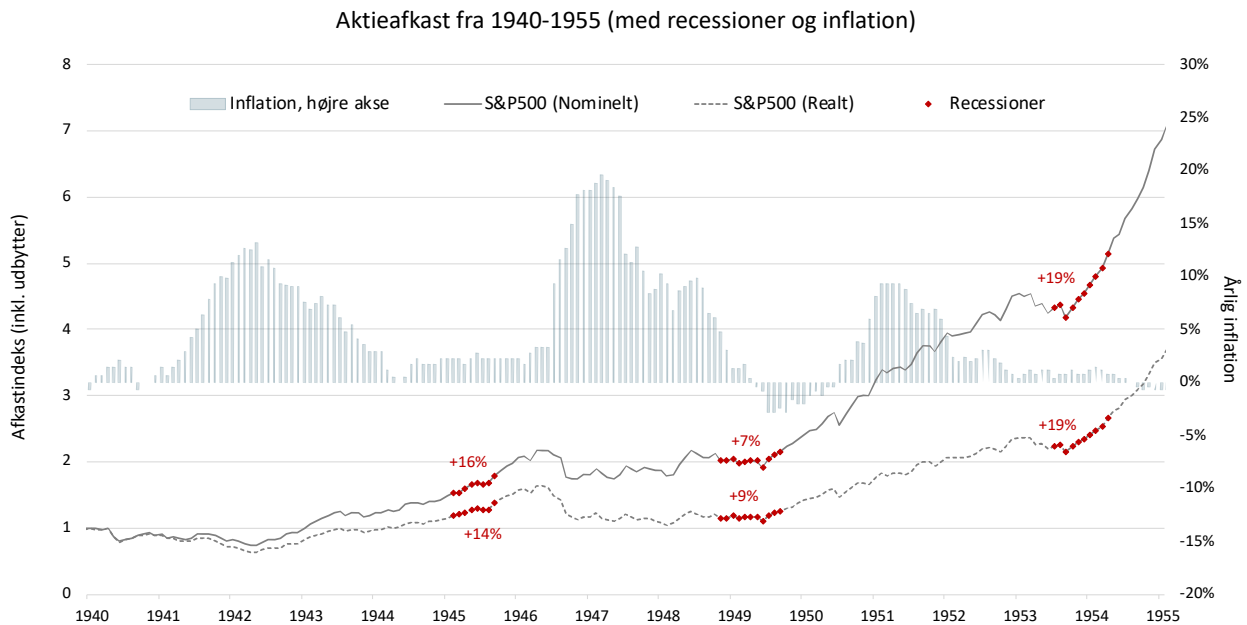
Det andet høj-inflationsmiljø vi har observeret i data, var perioden fra 1940 til 1955, også her kom inflationen i tre bølger, og den gennemsnitlige inflation var i perioden på 4,4 pct. Mens væksten i real BNP var højere end det historiske gennemsnit og lå på omkring 4,1 pct.

Modsat perioden i 70'erne, var 40'erne en periode med finansiell undertrykkelse*, hvortil realrenten var negativ med -2 pct. p.a.

Igennem 40'erne havde man i nominelle termer fået et akkumuleret afkast på aktier på hele 588 pct., mens man i reale termer havde fået et afkast på 258 pct. eller svarende til 8,9 pct. p.a. i realafkast. Til sammenligning havde man i obligationsmarkedet mistet 28 pct. af sin købekraft, eller svarende til et negativt realafkast på -2,2 pct. p.a. i perioden. Guld var igennem hele perioden fastlåst til dollaren (guldstandard), så det vil kunne sammenlignes med en kontant eksponering i mønter/sedler. Ved at have guld/dollar i denne periode havde du mistet 46 pct. af sin købekraft.

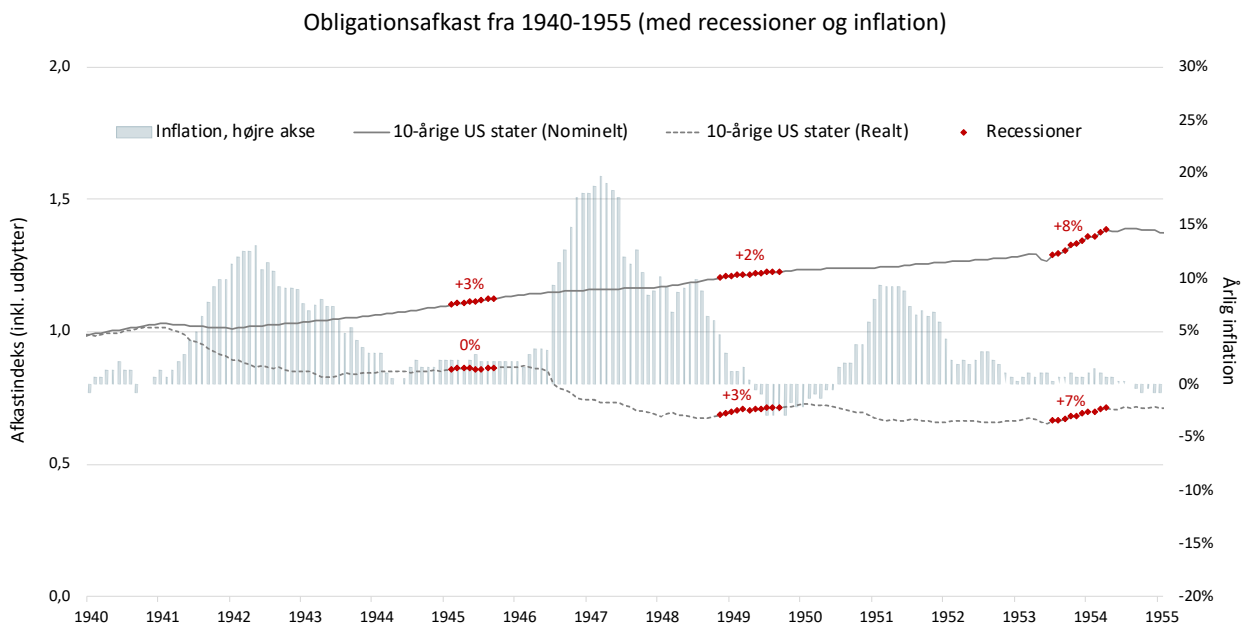
Recessionerne målt på **aktie- og obligationsmarkedet**, finder du nedenfor i **grafik 3 + 4**. De viser interessant nok, at både aktier og obligationer bidrog med positive afkast igennem recessionerne. Med til historien hører også, at der undervejs i perioden var en korrektion på aktiemarkedet i niveauet -36 pct., som dog ikke var sammenhængende med en recession.

Grafik 3 – Aktieafkast fra 1940 til 1955:



Kilde: Shiller data + Egne beregninger.

Grafik 4 – Obligationsafkast fra 1940 til 1955:



Kilde: Shiller data + Egne beregninger.

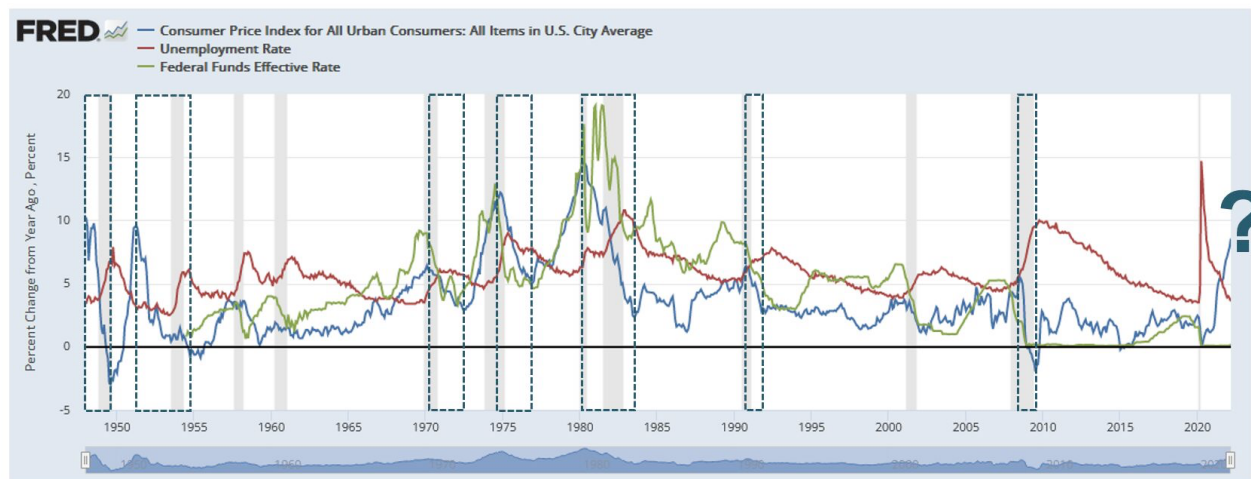
Den gennemsnitlige værdiansættelse på aktiemarkedet i 40'erne målt på CAPE P/E, var omkring 12 (laveste observation var 8,5 og den højeste var 16,4), også markant lavere end i dag, hvor den gennemsnitlige CAPE P/E de seneste 12 måneder, som tidligere skrevet er på 36 og den seneste observation på 29.

Ligeledes betalte virksomhederne i denne periode et højere udbytte end i dag. Det gennemsnitlige udbytte var på hele 5,8 pct. p.a. (seneste 12 måneder har været på 1,4 pct. og aktuelt på 1,6 pct.). Altså også over niveauet fra 70'erne.

Bilag 3. Aktiemarkedet falder mest i forbindelse med recessioner.

Aktuelt har vores observationer gået på, at den nuværende korrektion, indtil for nylig, alene havde indpriset de stigende risikopræmier igennem rentestigningerne. Aktuelt ser vi, at markedet i øget grad begynder at indprise en recession – men indtil videre kun en mild recession. Vi sætter sandsynligheden for en recession til at være 70 pct. Herefter skelner vi mellem en mild og en hård recession, hvor sandsynligheden for en mild recession fortsat er i favør (60:40). Men selv 40 pct. sandsynlighed for en hård recession er høje odds i vores modeller.

Flere observationer har dog ført til vores generelt høje sandsynlighed (sammenlignet med konsensus) for en recession – blandt andet nedenstående grafik baseret på de seneste 70 års data, som viser, at hver gang inflationen i USA er kommet op over 5%, så har faldet tilbage til mere normale inflationsniveauer enten været direkte forbundet med, eller efterfulgt af en recession – så hvis det denne gang helt lykkes at undgå en recession, så er det første gang i historien.



Kilde: FRED + egen fremstilling.

Hvis det alene er en mild recession vi skal igennem, eller såfremt vi helt undgår en recession (som vi dog sætter en lavere sandsynlighed for). Så skal aktiemarkedet potentielt ikke meget længere ned herfra, hvor den aktuelle korrektion på S&P500 er på 18 pct. og nærmere omkring 23 pct., hvis vi ser på det i reale termer. Men hvis udfordringerne i forbindelse med at tøjle inflationen, og de medførte rentestigninger, har så store implikationer på økonomien, at vi går ind i en hård recession, så skal aktiemarkedet potentielt væsentlig længere ned.

Recessioner er generelt gift for økonomien og aktiemarkedet. Dette er grundet, at de fleste virksomheders indtjening (E) vil blive påvirket negativt af effekterne i forbindelse med en recession. Og aktiekurserne afspejler virksomhedernes indtjening, som du kan se under **bilag 5 + 6**, hvor vi har sammenholdt den historiske indtjening på selskaberne i S&P500 med kursudviklingen for S&P500. Bilag 6 viser desuden, at aktiemarkedet ofte plejer at lede justeringerne i indtjeningen, og at de ikke præcist følges ad. F.eks. kan det her nævnes, at under Finanskrisen i 2008 faldt aktiemarkedet med omkring 50 pct., mens indtjeningen i virksomhederne faldt med hele 90 pct.

Det er samtidig under recessioner, at de gode købsmuligheder opstår, såfremt man altså ikke tror at verden går under – og det tror vi ikke den gør. Så måske er netop en mild recession, noget af det bedre der kan ske i forhold til at skabe ny balance på markederne.

Indtjeningen i virksomhederne er endnu ikke blevet nedjusteret. Men det kommer måske nu?

Det kan være anderledes denne gang – men høj inflation har det med at ramme værdiansættelserne hårdt – især de virksomheder med høje vækstforventninger og hvor pengestrømmene er længere ude i fremtiden. Det har vi konkret observeret i investeringsfonde, som ARK Innovation ETF etc. Men selvom P/E-multiplerne er faldet i takt med de faldende kurser, så er der fortsat plads til yderligere fald i mange virksomheder. Især hvis P/E-niveauerne skal tilbage på niveauer, som vi havde under 40'erne og 70'erne. Så skal de ned på P/E 12-14.

Aktuelt observerer vi faldende P/E værdier på de brede aktiemarkeder. Det skyldes primært, at prisen (P) på aktierne er faldet uden at indtjeningen (E) er faldet. P/E kan beregnes på flere måder, da indtjeningens-variablen (E) kan opgøres efter flere metoder. De mest anvendte metoder til input i "E" er at se på de sidste 12 måneders indtjening (som aktuelt medfører en P/E på 21), eller benytte analytikernes forventninger til de næste 12 måneders indtjening (som aktuelt medfører en P/E på 16). Der er ingen perfekt måde at opgøre en P/E-ratio på. Men det væsentlige er at kigge ned i beregningsgrundlaget, hvilket vi gør. De historiske 12 måneders indtjening er måske ikke en god målestok for de næste 12 måneders indtjening. Måske er disse tal for høje, afhængigt af hvordan økonomien ser ud om 12 måneder. Hvis vi i stedet kigger på analytikernes forventninger til indtjening de næste 12 måneder. Så ser det ud til for øjeblikket, at de generelt er for positive i deres estimater til indtjening, grundet de ikke har nedjusteret disse. Så når analytikerne endnu ikke har nedjusteret deres forventninger til indtjeningen de kommende 12 måneder, så er "E" i P/E måske urealistisk høj lige nu?

Men hvad sker der så, hvis "E" skal nedjusteres?

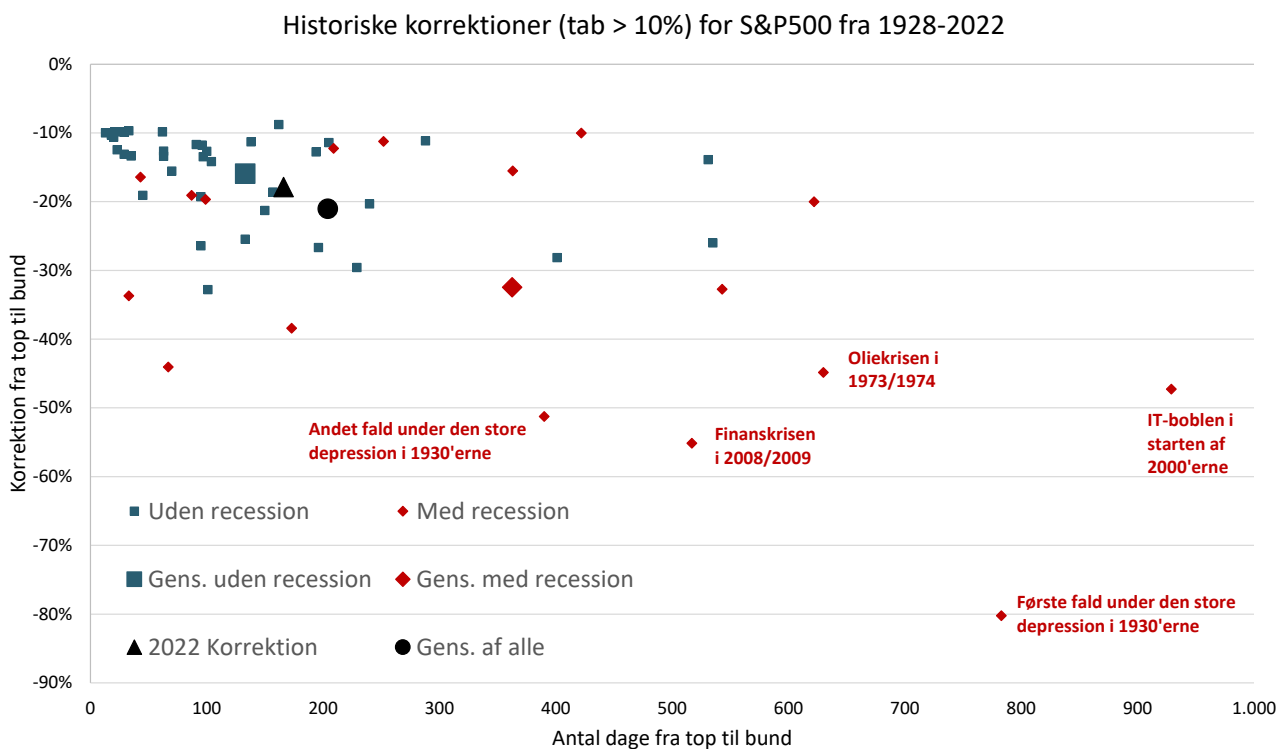
Det er ret simpel matematik: Hvis "E" skal ned, og "P" ikke ændres herfra, så kommer P/E til at stige. "P" skal altså falde mere end "E" førhen P/E herfra bliver endnu lavere. Som vi observerede i bilag 6, kan indtjeningen potentielt falde endnu mere end prisen. Derved er det sandsynligt, at P/E værdierne snart begynder at stige igen, selvom prisen holdes stabil eller endda skulle falde yderligere herfra.

Vi synes generelt CAPE P/E er et mere retvisende tal at se på, da indtjeningen er taget over et 10-årigt gennemsnit og justeret for inflation. Men som med så meget andet, giver det ikke mening kun at se på et tal. Det ville svare til at købe et hus, udelukkende på baggrund af antallet af kvadratmeter. Vi har anlagt os en opportunistisk og holistisk tilgang til investering.

Historiske korrektioner

Nedenstående grafik viser de historiske korrektioner (altså et tab fra top til bund på mere end -10 pct.). Den aktuelle korrektion i nominelle termer ligger på 18 pct. og dermed på niveau med det historiske gennemsnit (ca. -21 pct.) jf. nedenstående. De historiske korrektioner i forbindelse med recessioner, er markeret med rød, mens de historiske korrektioner uden recession, er markeret med blå. Den gennemsnitlige korrektion *uden en recession er på -16 pct.*, og i forbindelse *med en recession -33 pct.* i nominelle termer, altså potentielt 15 procentpoint længere ned herfra, med vores subjektive odds for en recession.

Worst-case-scenariet er en hård recession, som vi så under Depressionen i 30'erne (opdelte i to faser), under Oliekrisen i 70'erne, under IT-boblen i 00'erne, eller senest under Finanskrisen i 2008. Både i korrektionens størrelse og længde vil disse gøre ondt. Et gennemsnit af disse 5 scenarier vil være en korrektion på -56 pct. Det er dog ikke vores hovedscenarier, at vi ender i en så hård recession. Mest af alt tror vi på, at Centralbankerne vil gøre alt hvad de kan for at undgå en slem recession, med alle de negative implikationer det vil indebære (alt for høj arbejdsløshed, færre skatteindtægter, voksende offentlige underskud, politisk uro etc.). De er i gang med en vanskelig opgave, hvor de på den ene side skal reducere efterspørgslen, så den ikke bliver for varm. Men samtidig ikke skal reducere den så meget, at der opstår en dyb recession.



Kilde: Shiller + Yardeni + egne beregninger.

Vores konklusion er herved, at de brede aktiemarkeder kan korrigerer yderligere herfra og potentielt i et af de slemme scenarier med et yderligere fald på 30 procentpoint, svarende til at markedet i alt så er faldet med ca. 50 pct. fra toppen. Det svarer i vores øjne til en hård recession.

Bilag 4. Tabel over relevante historiske observationer.

Akkumuleret realafkast	1940 - 1955	1965 - 1985
Guld*	-46%	153%
10-årige US stater	-28%	-27%
Ejeboliger	42%	-1%
S&P500	258%	32%
Max Drawdown på S&P500	-36%	-50%

* Der var guldstandard med reguleret guldpris frem til 1971

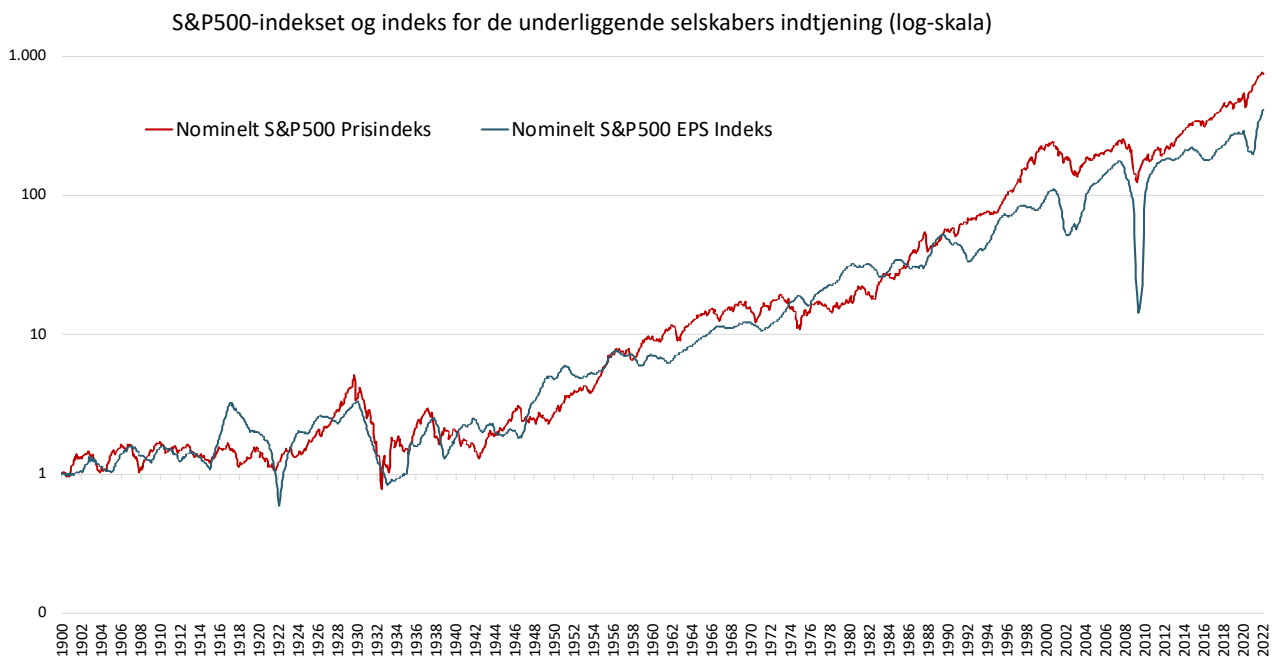
Akkumulerede nominelle afkast	1940 - 1955	1965 - 1985
Guld*	4%	756%
10-årige US stater	38%	145%
Ejeboliger	173%	236%
S&P500	588%	345%
Max Drawdown på S&P500	-26%	-39%

* Der var guldstandard med reguleret guldpris frem til 1971

Ekstra observationer	1940 - 1955	1965 - 1985	Seneste 10 år	Seneste 12 måneder
Gens. BNP-vækst (nom.)*	6,8%	9,3%	4,3%	10,6%
Gens. BNP-vækst (real)*	4,1%	3,3%	2,0%	3,5%
Gens. årlig inflation (CPI)	4,4%	6,3%	2,4%	6,9%
Gens. 10-årig statsrente (nom.)	2,4%	8,2%	2,0%	1,8%
Gens. 10-årig statsrente (real)	-2,0%	1,9%	-0,4%	-5,1%
Gens. Udbytteprocent	5,8%	4,0%	1,9%	1,3%
Laveste Shiller-CAPE	8,5	6,6	20,5	29,6
Gens. Shiller-CAPE	11,9	13,9	28,4	36,2
Højeste Shiller CAPE	16,4	24,1	38,6	38,6

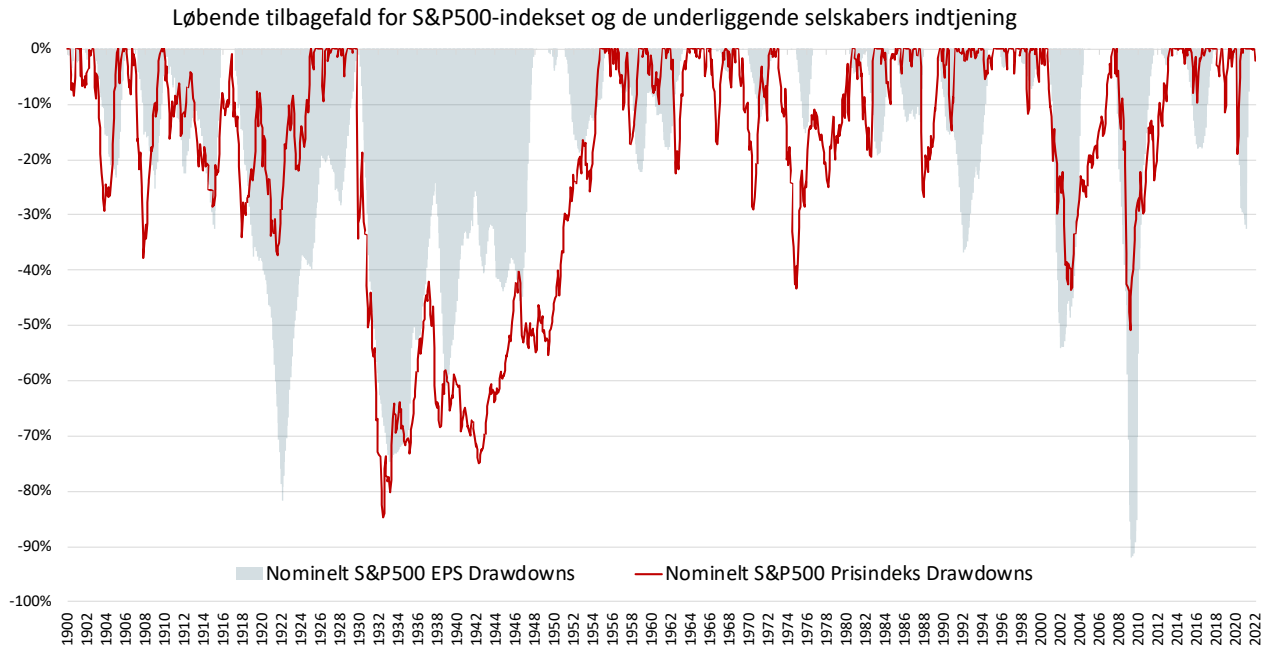
* Data på BNP starter først i 1947

Kilde: FRED + Shiller + multpl.com + egne beregninger.

Bilag 5. Sammenhæng mellem aktiekurser og indtjening.

Kilde: Shiller + multpl.com + egne beregninger.

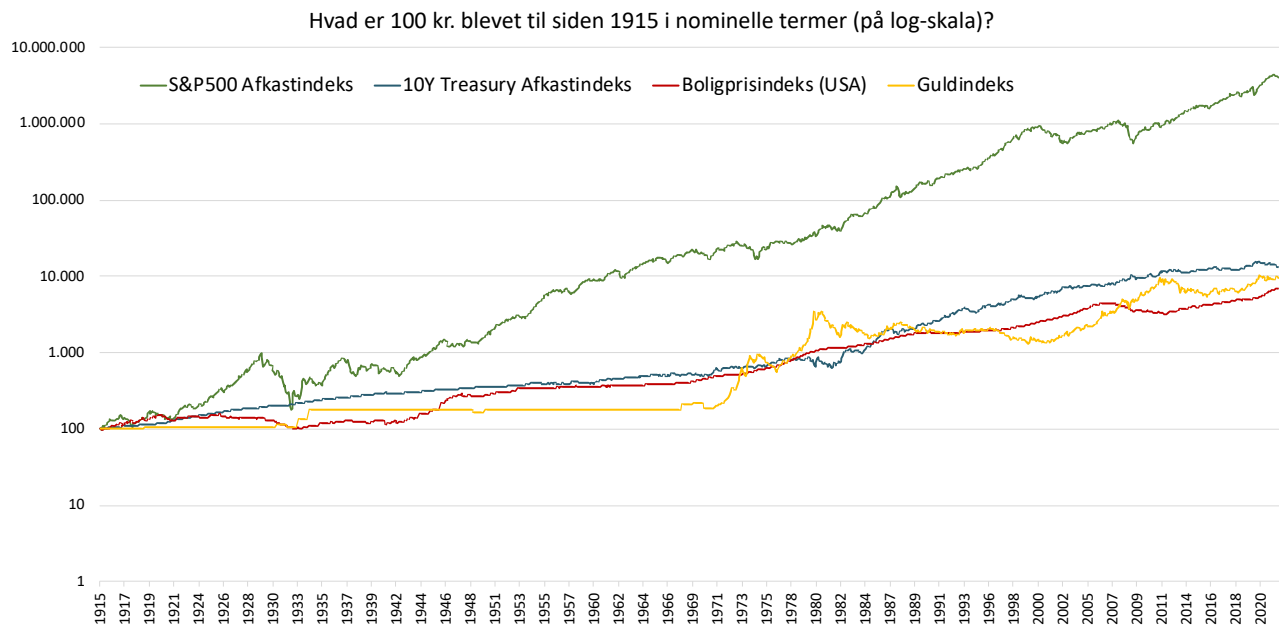
Bilag 6. Løbende tilbagefald i aktiekurser og indtjening



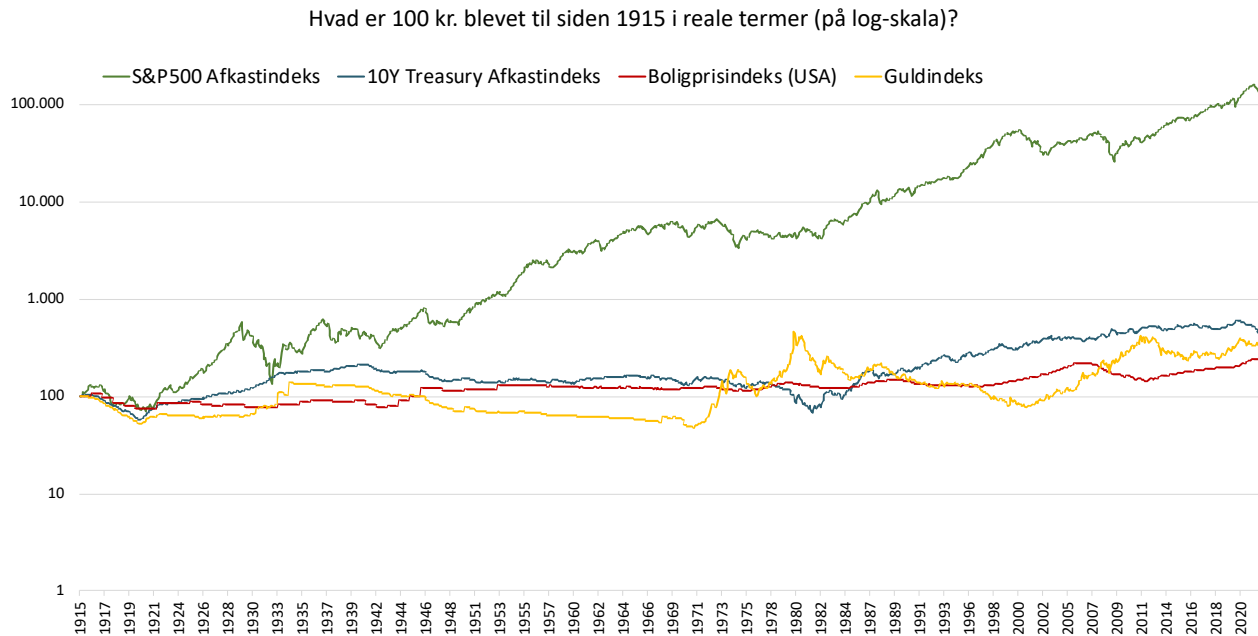
Kilde: Shiller + multpl.com + egne beregninger.

Løbende tilbagefald i denne grafik er opgjort på månedlige data.

Bilag 7. Akkumulerede afkast i nominelle termer



Kilde: Shiller + multpl.com + egne beregninger.

Bilag 8. Akkumulerede afkast i reale termer.

Kilde: Shiller + multpl.com + egne beregninger.

Disclaimer:

FAURBY CAPITAL har udarbejdet dette materiale til generel orientering.

Indholdet skal ikke betragtes som en opfordring til køb eller salg af finansielle produkter og udgør ikke investeringsrådgivning.

Eventuelle oplysninger om afkast er historiske, og tidligere afkast er ikke en indikator for fremtidige afkast. Investering er forbundet med risiko for tab, samtidig med, at kursudviklinger kan afvige betydeligt fra det forudsete og historien. Informationerne i dette dokument kan ikke garanteres at være opdateret, korrekte eller fuldstændige.

FAURBY CAPITAL påtager sig ikke ansvar for rigtigheden af informationer hentet fra eksterne datakilder ligesom der tages forbehold for eventuelle trykfejl. FAURBY CAPITAL er på ingen måde ansvarlige for tab eller skader opstået ved brug af denne information.

Materialet er til modtagerens personlige brug og forholder sig udelukkende til dansk lovgivning og er derfor forbeholdt investorer, der er bosat i Danmark. Materialet må på ingen måde videredistribueres uden FAURBY CAPITAL's tilladelse.