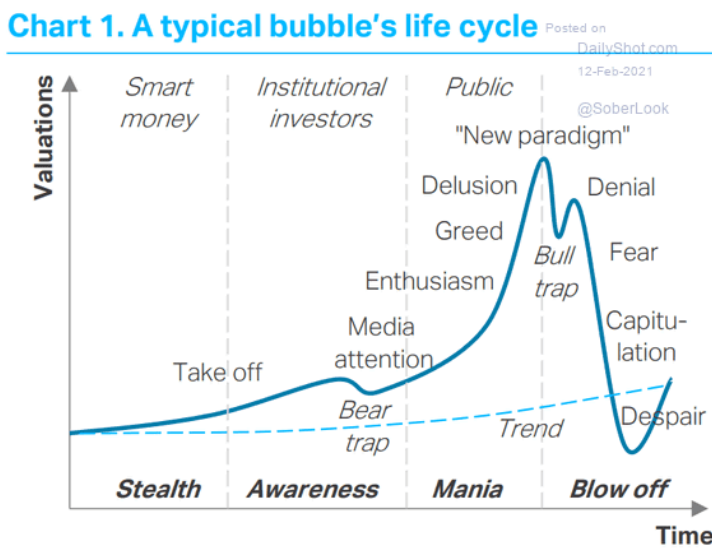


Kære Investor/klient/kunde (fortroligt og forbeholdt dig).

Flere af mine kunder har henvendt sig omkring de aktuelle markedsforhold, og om vi står foran en ny boble. Jeg har derfor valgt at udarbejde dette notat, hvor jeg samtidig har til hensigt at flage nogle af de uhensigtsmæssigheder, som jeg aktuelt ser på de finansielle markeder. Jeg vil forsøge at give dig – toppen af isbjerget – på nogle af de mange tanker jeg går med. God læselyst.

Et langt "bull-marked" er kørt siden 2009, kun afbrudt af hurtige og mindre korrektioner, hvortil den eneste rigtige korrektion siden 2009, var i foråret 2020, men det var samtidig også den hurtigste.

Med ekstreme værdiansættelser på flere virksomheder, eksplosive kursstigninger, vanvittig IPO's, samt generelt spekulativ investoradfærd, 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. Men de finansielle markeder hænger sådan sammen, at vi kan være bekymret for, at det bliver en dominoeffekt. Altså at den store "boble" på et tidspunkt springer.



Source: Prof. Jean-Paul Rodrigue

Men hvad er en boble?

Bobler kommer i alle former og størrelser og brister af forskellige årsager. En boble kan forekomme på et enkelt aktiv, et tema, et enkelt selskab, eller det kan udgøre en hel sektor eller økonomi. De største bobler forekommer oftest i relation til økonomien og ejendomsmarkedet, som vi oplevede det i 2007-2008. En del af grunden til, at bobler er så uforudsigelige, er at de er baseret på irrationalisme. Det kan sammenlignes med når du hører en god historie, som bygger på en løgn. Her er man først meget kritisk overfor historien, men i det flere og flere tror på historien og genfortæller den, begynder du også at tro på den. Til sidst finder alle ud af at det er en løgn. Herefter har det været tydeligt for en hver, at det var en løgn. Som du kan se af grafikken til venstre, så ender det til sidst med, at vi er i et nyt "paradigme".

Tilbage i starten af 1900-tallet havde vi i Danmark en finansminister ved navn Christopher Hage (født 1848), han står bag bogen "Haages haandbog i handelsvidenskab" fra 1906. Han skrev desuden følgende i sin bog, som beskriver hvad der i praksis sker: "Af og til indtræder der Tider, hvor en ganske særlig hidsig Spekulationslyst griber om sig gennem hele Samfundet. Mest plejer dette at være Tilfældet, naar nye Opdagelser og Opfindelser har givet Fantasien Sving, eller naar en almindelig Tryghedsfølelse vender tilbage, efter at en stor Krig er vel overstaet. Saalænge det gaar opad, er alt Solskin og straalende Humør. Der tjenes store Penge – hvad man end rører ved, betaler det sig. Utaalmodige efter at faa Part i Byttet kaster Folk sig over alt, hvad der frembyder sig."

I de seneste 12 år (siden 2009), er formuer blevet skabt i en fart og i en størrelse, som er enorm. Man kan aktuelt synes at stå meget alene, når man tænker formuebevarelse i stedet for formueforøgelse. Men jeg mener, at det på nuværende tidspunkt er, at man som investor skal stå sin prøve. Det er 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.

Jeg mener det er min vigtigste pligt som rådgiver og flage sådanne advarsler, når jeg ser dem. Men det er samtidig også den største risiko du løber som rådgiver at gå mod strømmen. Det er så stor en udfordring i sektoren, at det kaldes "karriererisiko". Historisk set og ud fra statistik, har du næsten alt og tabe, men meget lidt og vinde. Det er også årsagen

til, at næsten ingen rådgivere, kapitalforvaltere eller banker melder sådan ud, selvom flere kan sidde med samme tanker og bekymringer. Karriererisikoen er simpelthen for høj!

På et tidspunkt vil den store boble briste – men ingen ved hvornår (heller ikke mig, skal jeg skynde mig at sige). Men som tingene på de finansielle markeder udvikler sig, føler jeg mig mere og mere overbevist om, at tiden kommer tættere på. En dag vil alle ud ad den samme dør.

Når ingen mennesker kan forudsige, hvornår "huset brænder", så er fordelene ved at være for tidligt ude, at du har sikret din overlevelse. Her kan man bruge udtrykket hellere for tidligt end for sent. For der vil være nogle som ikke når ud af det brændende hus i tide!

Lige nu omhandler det meste rådgivning, at jo højere risiko du som investor tager – desto højere afkast får du. Det er de facto forkert. For hvis det var sådan, at du helt sikkert fik højere afkast ved højere risiko, så ville det pr. definition ikke være højere risiko. Så formuleringen er i stedet sådan "som investor kan du ved højere risiko, forvente et højere afkast". Sådan har det været de sidste 12 år. Men hvem siger, at det bliver sådan de næste 12 år?

Jeg har lavet en simpel oversigt over forskellige institutioner, og hvilke afkastforventninger, de har meldt ud for de kommende 10 år:

	Afkast Globale aktier p.a.	Globale Investment Grade obligationer	Traditionel 60/40-portefølje.
Research Affiliates	+2% (fra -0,2% i US til +5,7% i EM)	-1% (fra -0,7% i korte obligationer til -3,5% i lange obligationer)	-0,4%
AQR	+4% (fra 3,8% i US til +4,9% i EM)	-0,7%	+2,1%
Rådet for afkastforventninger*	+5,9%	-0,1%	+3,5%

*baseres på input fra 4 finanshuse: Mercer, JP Morgan Asset Management, State Street Global Advisors og BlackRock.

Kilder: Rådet for afkastforventninger, Research Affiliates og AQR.

En relevant observation i forbindelse med forventningerne er, at "Rådet for afkastforventninger", som de danske pensionselskaber og -pengeinstitutter anvender, når de beregner afkastforventninger til deres kunder, samtidig forventer det højeste afkast blandt de tre institutioner.

Men den væsentlige konklusion fra ovenstående tabel er, at du ikke skal forvente det samme afkast for de næste 10 år, som du har fået de sidste 10 år. Tager vi eksempelvis gennemsnittet af en traditionel 60/40-portefølje (60% aktier og 40% obligationer), så er forventningen ca. 1,7 pct. i afkast p.a. de næste 10 år. Altså ikke særlig meget. Nu er det samtidig sådan, at afkastene i virkelighedens verden ikke er normalfordelte. Dvs. at 1,7 pct. i gennemsnit eventuelt vil fremkomme ved et forsimplet eksempel på -10 pct. år 1 og +13 pct. år 2 = 1,7 pct. i gennemsnit. Eller måske mere sandsynligt ved en større korrektion på -30 pct. et enkelt år, hvorefter afkastene skal være på +11 pct. p.a. i de efterfølgende 5 år (55 pct. i alt), for at ramme gennemsnittet på de 1,7 pct. p.a.

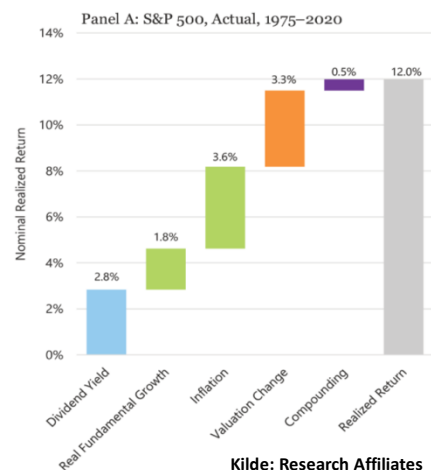
Ovenstående er gennemsnitlige forventninger – de tager hverken højde for "best case" eller "worst case". Så det er vigtigt for mig at understrege, at det kan blive bedre og værre.

Hvad driver afkastet?

Når vi eksempelvis dekomponerer afkastet på aktier, kan vi bedre se, hvilke drivere som ligger til grund for det samlede afkast.

I grafen til højre kan du se det årlige afkast fra 1975 til 2020 (55 år), for det amerikanske S&P500 indeks, som i perioden har været på 12 pct. p.a.

Historisk set er størstedelen af afkastet kommet fra de løbende pengestrømme og væksten i disse. Fordelt på udbytter 2,8 pct. p.a. (den blå bjælke) og væksten inkl. inflation på 5,4 pct. p.a. (de grønne bjælker) = 8,2 pct. i alt. Herudover har vi de seneste 55 år oplevet en høj multiple ekspansion, som har bidraget med 3,3 pct. p.a. Det er svært at forestille sig i fremtiden, at vi vil opleve den samme multiple ekspansions-driver i afkastet. Men hvem ved? Centralbankerne presser de fleste investorer ud af risikokurven – det i sig selv giver jo en øget multiple ekspansion. Men min fornuft siger mig, at på et tidspunkt kommer det til at gå op for investorerne,



at de ikke kan spise af deres kursgevinster når disse ophører med at eksistere. Så er der udbytter og eventuelle renter tilbage, som du kan bruge til at købe brød hos bageren med.

Nu har vi kort set på den ene side af mønten; afkastet, hvad så med den anden side; risikoen?

Risiko er subjektivt, men også meget abstrakt. I den finansielle sektor, beskrives risiko oftest af fagudtræk, som VaR (Value-at-Risk), max-drawdown og standardafvigelse (hvor meget en stokastisk variabel fordeler sig omkring sin middelværdi - eller simplere oversat; hvor store udsving omkring middelværdien). Men det er ikke risiko for mig. Nej risiko for mig er to ting:

- I. **Hvis jeg investerer i noget, som jeg ikke forstår.**
- II. **Permanent tab af kapital og købekraft.**

I og med at risiko er så abstrakt, er det også svært for de fleste investorer at forholde sig til den side af mønten (risikoen). De fleste kan forholde sig til, at afkastene har været og kommer til at blive – meget lave for de mere sikre aktiver. Derfor bevæger den gennemsnitlige investor sig ud af risikokurven, for at opnå et højere afkast.

Derved er den primære 'driver' til den øget risikotagning hos investorerne, TINA (there is no alternative), eller rettere sagt der er intet alternativ til risikofyldte aktiver, hvis ikke du vil have spist din formue op af negative real-renter.

Som tidligere omtalt er det umuligt præcist og 'time' en boble. Så derfor søger jeg beskyttelse i mere upopulære aktiver, industrier og selskaber. Mere herom senere. Men lige nu har jeg det sådan, at jeg hellere vil købe det, som ingen andre vil eje. End jeg ønsker at købe det som alle andre ønsker at eje.

Hvis de beskrevet observationer i dette notat fortsætter, hvorfor tror jeg så nu, at vi potentielt kan stå foran en større korrektion indenfor den nærmeste fremtid?

Som tidligere skrevet, kan man næsten kun komme galt af sted med forudsigelser af eventuelle bobler. Hvert eneste år har du nogle nye markedsdeltagere (det kan være økonomer, investorer eller medier), som er ude og råbe boblen springer, eller "ulven kommer". Med mine 20 års erfaring på de finansielle markeder, er jeg efterhånden blevet immun overfor disse gentagne forudsigelser, som oftest bygger på en enkelt faktor. F.eks. høje værdiansættelser på aktier.

Nu hvor jeg har studeret historiske bobler, er der en række ting som skal gøre sig gældende, førhen du kan begynde at tale om bobler. At aktier eksempelvis er højt prissatte, er ikke nok. Det vil jeg komme yderligere ind på nedenfor. Men husk samtidig på, at en dag kommer ulven!

Selvom værdiansættelsesmultipler aktuelt er høje på S&P 500 (se grafik nedenfor), så er det slet ikke nok til at indikere en boble. Vi har mange gange tidligere oplevet ekstreme værdiansættelser, også uden at det efterfølgende har ført til en decideret boble. Høje værdiansættelsesmultipler (som f.eks. P/E, P/B, P/S etc.) er en nødvendig for en boble, men det er ikke en tilstrækkelig betingelse for at springe en boble. Derfor kan du have forsøgt dig i mange år og forudsige en boble, hvis du alene bekymre dig omkring værdiansættelsesmultipler og deres himmelflugt.

S&P 500 Valuations		
Model Factors	Most Recent Value	Historical Percentile
Median EV to Sales (Ex-Financials)	4.0	100%
U.S. Total Market Cap to GDP	170%	100%
EV to Free Cash Flow Margin-Adjusted (Ex-Financials)	48.8	100%
Median Price to Sales	2.8	100%
Median Price to Book	3.9	100%
Median EV to EBITDA (Ex-Financials)	15.0	100%
Aggregate EV to Sales	3.0	100%
Aggregate EV to Trailing 12M EBITDA	17.5	100%
Aggregate EV to 2021 EBITDA Estimate	15.9	100%
Aggregate Price to 2021 Book Value Estimate	3.8	100%
Aggregate Price to Tangible Book Value	12.8	100%
Aggregate Price to Earnings	27.9	98%
Cyclically Adjusted P/E (CAPE)	32.9	97%
Aggregate Price to 2021 Earnings Estimate	25.6	97%
Aggregate Price Book	3.9	91%

Kilde: Bloomberg, Yale / Robert Shiller, John Hussman og Sprott. Data fra ultimo 2020.

Høje værdier er ikke kun at finde på amerikanske aktier, som eksemplet ovenfor. Værdierne på tværs af de fleste aktiver, er historisk højt prissatte. Men det er samtidig vigtigt for mig at understrege, at der indenfor aktivklasserne stadig er stor divergens på værdiansættelserne, både hvad angår geografi, sektorer og på selskaber. Det er ikke alle steder det er historisk dyrt prissat, målt på multipler. Nogle lande, sektorer og selskaber ser ligefrem "billige" ud.

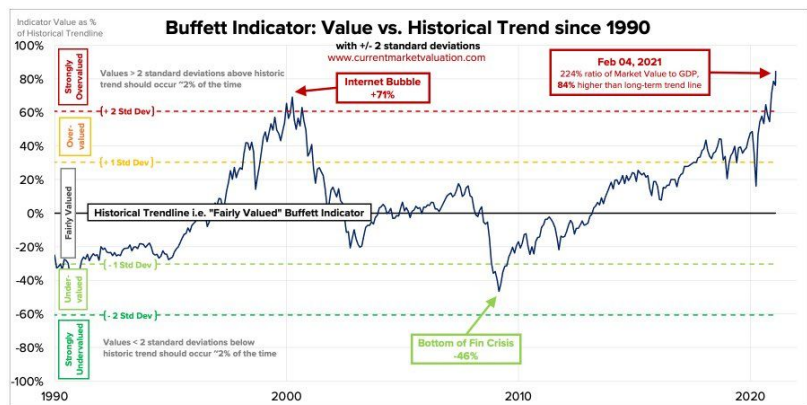
Hvordan og hvornår er tidligere 'bobler' blevet forudset?

En ting er gennemgående – ingen har kunnet 'time' toppen på en boble.

En række legendariske investorer har tidligere forudsagt en række af de bobler vi har været igennem (Boblen i Japan i 87', IT-boblen i 00' og Finanskrisen i 08'). Men ens for dem alle er, at de har forudsagt dem alt for tidligt. I gennemsnit omkring 3 år for tidligt. Som den engelske økonom, John Maynard Keynes, er citeret for at udtale: "Markedet kan forblive irrationelt længere, end investor kan forblive solvent". Med andre ord, tingene kan være ude af ligevægt meget længere end nogen kan forestille sig. Men realiteterne kommer altid tilbage – det store spørgsmål er bare hvornår. Eksempelvis var Rai Dalio og Peter Lynch (to investorer jeg anerkender meget), ude allerede i midten af 90'erne og advare mod et fremtidigt kollaps på aktiemarkedet. Efterfølgende tilsluttede en række andre af prominente investorer sig; Howard Marks, Seth Klarman og Warren Buffett (dem er jeg ligeledes meget inspireret af). Men det var altså først i år 2000 at "IT-boblen" sprang. Så selv nogle af de smarteste investorer i verden, var alt for tidligt på den. Men deres mod og selvstændige tænkning kom dem senere til gode, så snart boblen bristede. For selvom nogle af dem havde misset 5 år af opturen, så kom de bedre og styrket ud af krisen. Og måler man deres resultater fra midt 90'erne (start på forudsigelse og altså 5 år for tidligt) frem til 2002 (hvor bunden endelig var nået), så havde de i hele perioden leveret et afkast som var omkring 3 gange højere end markedet, og til ca. 1/3-del lavere risiko (målt ved fagudtrykket max. drawdown).

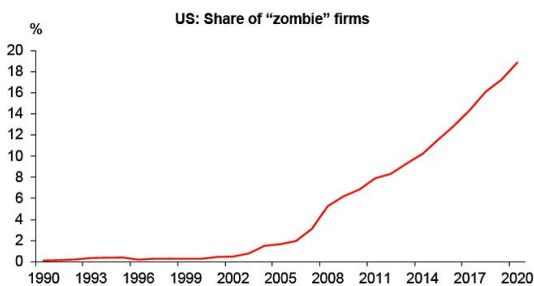
Hvilken indikator bruger Warren Buffet?

Warren Buffet er nærmest kendt af alle. Han har sin egen indikator, som er opkaldt efter hans navn, i forsøget på at vurdere temperaturen på økonomien og de finansielle markeder. Hans simple formel tager den samlede markedsværdi på aktiemarkedet, i forhold til BNP. Dens tidligere højdepunkt var før IT-boblen i 2000, hvor markedsværdien var ca. 160% af BNP, men for ganske nylig brød den sin gamle rekord og aktuelt er værdien ca. 224% af BNP.



Desuden kan det nævnes, at "Oraklet fra Omaha", Warren Buffet har en større beholdning af kontanter end han nogensinde tidligere har haft. Som en af de få investorer har han kontanter på sidelinjen, såfremt der skulle opstå nogle interessante muligheder – det er et tegn på at han ikke kan finde interessante muligheder i det nuværende marked. Han er desuden kendt for citatet: "Vær frygtløs når andre er grådige, og grådige kun når andre er frygtssomme".

US: Rising share of companies with debt servicing costs that are higher than profits



Note: Firm-level data is used to calculate the share of listed firms that are more than ten years old with an interest coverage ratio less than one for three years in a row.

Source: Datastream, Worldscope, DB Global Research



Alarmerende er også den stigende andel af såkaldte "zombie-selskaber". Altså selskaber som har højere renteomkostninger end deres indtjening. Det vil altså sige de aktuelt overlever qua de lave renter og let adgang til ny kapital, da alternativet ellers vil være konkurs, grundet de ikke kan afdrage på gælden. Dette tal er ikke negligerbart – ca. hver 5. amerikanske selskaber holdes kunstigt i live af de lave renter (se grafik til venstre). Jeg kan forestille mig en dominoeffekt det kan få, hvis først renterne stiger.

Flere gange tidligere har jeg været bekymret (det er jo en del af den arbejdsskade, som jeg har pådraget mig som investor – altså forsøge at finde hullerne i osten). Men jeg har manglet flere

brikker til mit indre puslespil, før jeg for alvor har turde 'flage' alvorlig fare forude. Nedenfor vil jeg komme lidt ind på nogle af disse "brikker" som har manglet.

Hvad har manglet?

En af de brikker der har manglet, har været en signifikant stigning i børsintroduktioner (altså nye selskaber som kommer på markedet og reelt set konkurrerer med de eksisterende selskaber på markedet om at få kapital – altså flere selskaber til at dele samme kapital). Jf. opgørelser fra PwC og EY var der i år 2020, 1.415 IPO's med en samlet værdi på ca. 330 mia. dollars, endda under en pandemi og mere eller mindre nedlukket økonomier (til sammenligning var de tidligere toppunkter på 1.883 IPO's i år 2000 til en samlet værdi på ca. 210 mia. dollars og 2.014 IPO's i år 2007 og til en samlet værdi på ca. 295 mia. dollars). Så der er fortsat plads i antallet, for at nå de tidligere toppunkter. Men målt på værdien har vi globalt nået nye højder.

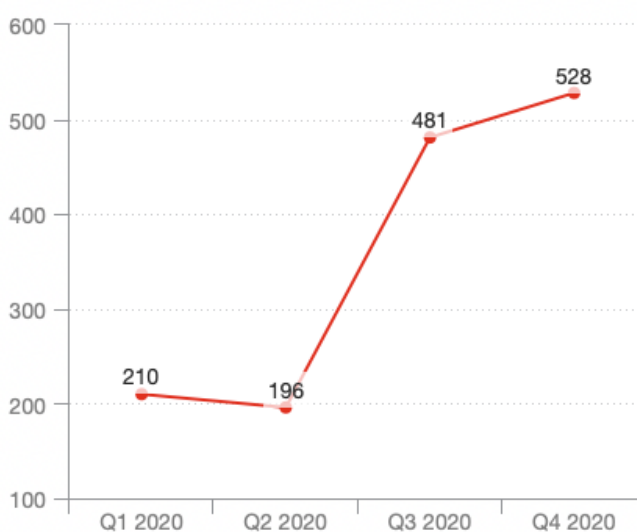
I USA, hvor tilstanden generelt ser mest anstrengt ud, er toppunktet for tidligere højder nået, både når vi taler antal og værdi. USA har samtidig sat nye rekord på børsnoteringer igennem de såkaldte SPAC's (Special Purpose Acquisition Company. Der er her tale om en tom skal, hvor virksomheder kan gå på børsen uden at gennemgå den traditionelle IPO-proces). Hele 83 mia. dollars blev der i 2020 rejst igennem disse SPAC's. Det bringer den totale volume endnu højere op og når jeg kigger på den første måned i 2021, så har volumen alene i januar været på 38 milliarder dollars, og antallet været højere end de første 9 måneder sidste år tilsammen, eller 3 gange niveauet fra hele 2019. Det får nogle alarmklokker til at ringe.

Mit fokus er ikke umiddelbart på de absolutte tal, hvad angår antallet af IPO's og den samlede værdi af dem. Det som primært interesserer mig, er udviklingen i dem. Som den øverste graf til højre viser, så er antallet accelereret kraftigt i de sidste 2 kvartaler af 2020 både i antal og i volumen. PwC forventer, at denne udvikling fra de seneste kvartaler fortsætter ind i 2021 inkl. trenden omkring noteringer gennem SPAC's, og det bekymrer mig. Den nederste graf til højre viser desuden udviklingen i den globale M&A aktivitet (aktiviteten af fusioner og overtagelser), hvor samme billede tegner sig. M&A aktiviteten faldt i foråret 2020, men er ligeledes steget de seneste kvartaler og stærkt ind i 2021 – samtidig er forventningerne her også meget positive for aktiviteten i 2021.

Jeg vil her minde om, at børsnoteret aktier er kapitalmarkedets 'brugte biler'. Når der kommer nye bilmodeller (børsintroduktioner) på markedet, så vil de som regel, tage penge fra brugtvolesmarkedet (aktiemarkedet). Men... for der er et "men". Denne gang bliver der printet så mange nye penge, at alle de nye biler ikke nødvendigvis behøver at suge kapitalen fra de brugte biler. Men det er tydeligt at se, hvor disse nye penge går hen. Direkte går de i obligationsmarkedet, men indirekte går de videre til risikoaktiverne, herunder aktier. Så nogle økonomer vil med rette sige, at det er anderledes denne gang. Men jeg har fået rejst et flag.

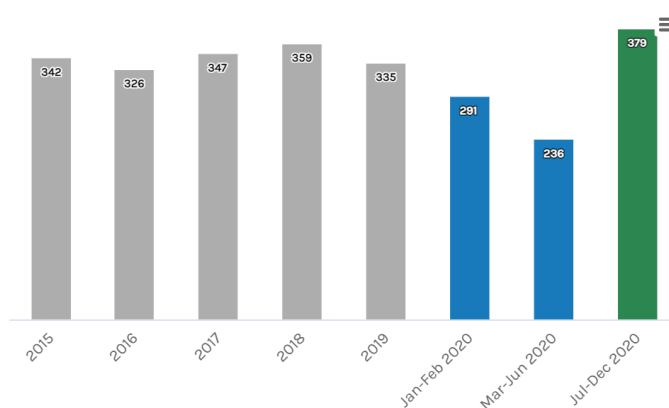
En anden brik, som har manglet, har været "taxachaufføren". I overført betydning har vi manglet at se almindelige mennesker kaste sig hovedløst ud i aktier. Det sker nu! Aldrig før er der blevet åbnet så mange nye "spekulationskonti-

Global number of IPOs



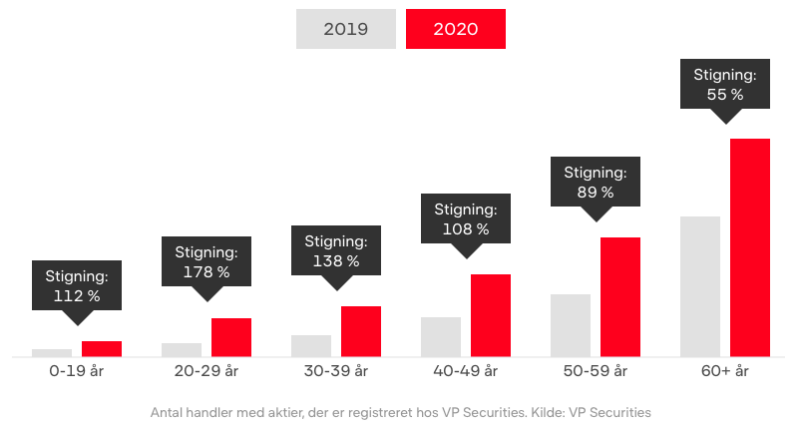
Source: Dealogic as of 31 December 2020.

Global M&A Activity Recovered Dramatically in the Second Half of 2020
Average Monthly Global M&A Count—Public and Private M&A



Kilde: Refinitiv + Morgan Stanley

og depoter”, hos diverse online brokere, som f.eks. Robin Hood i USA, eller Saxobank og Nordnet fra vores egen andedam. Eksempelvis har sidstnævnte kunne offentliggøre, at de fra december til januar, i Danmark alene, havde fået 76 pct. flere kunder, som ligeledes havde handlet ca. 200 pct. mere sammenlignet med året før. Grafen til højre viser stigningen på antal handler bare i Danmark – der er sket en signifikant stigning på tværs af alle aldersgrupper, dog med den største stigning hos de unge.



Samtidig er der kommet en række nye investorfora og tjenester, som vil hjælpe private investorer på de finansielle markeder. Datidens taxachauffør er i dag blevet udskiftet med youtubere og tiktok-bloggere, som er blevet investeringseksperter. De private investorer køber historier – ikke fundamentaler. Eksempelvis er Tesla en fantastisk god historie, men uden fundamentalerne til at godtgøre den aktuelle værdiansættelse, som verdens 4. mest værdifulde selskab, eller hvad der svarer til hele energisektoren i S&P500.

Nedenfor ser du en grafik fra Bank of America, som ligeledes viser det markante inflow fra private investorer, som primært går i aktier, herunder teknologi-aktier. Desuden kan siges fra samme analyse, at de private allokering til aktier har nået ny højde, samtidig med deres allokering til obligationer har nået en ny historisk bund.

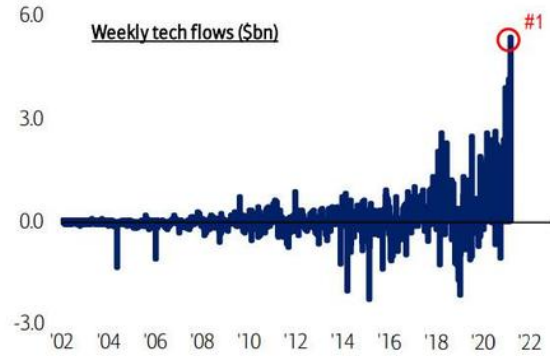
Chart 5: Largest week of global equity inflows ever
Global equity inflows, \$bn



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR Global

BofA GLOBAL RESEARCH

Chart 6: Another week of record tech inflows
Tech inflows, \$bn



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR Global

BofA GLOBAL RESEARCH

Min personlige observationer på det seneste, har været, at jeg har haft gamle skolekammerater, som kontakter mig på Facebook og LinkedIn, for at spørge om det er en god idé at tage lån i huset og sætte dem i aktier. Det er oplevelser jeg ikke tidligere fået, selvom jeg har været på Facebook og LinkedIn de seneste 10 år.

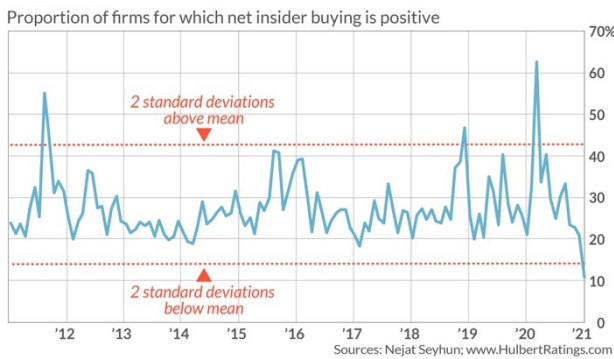
Endnu en af de brikker, som har manglet er; vanvittig investoradfærd. Det har vi nu! Jeg har tidligere nævnt eksempler som Tesla, Nikola, Bitcoin etc. Men dagligt kommer der flere til listen. De seneste eksempler fra private spekulanter, som via investorfora forsøger sig med at pumpe prisen op på udbombet aktier som eksemplet med Gamestop (en fysisk detailkæde som forhandler computerspil).

Dygtige short-sælgere (hedgefonde, som spekulerer imod markedet) er begyndt at kaste håndklædet i ringen. De har svært ved at tjene penge på deres short-positioner og nogle få har tabt så mange penge, at de har ændret i deres strategi, så de ikke længere vil shorte. Det kan være endnu et tegn, når nogle af de sidste som har været negative på markedet, begynder at give op.

Selv prominente økonomiprofessorer har kastet håndklædet i ringen. I deres analyser argumenterer de for de historiske dyre aktiemarkeder – med manglerne på alternative placeringer.

I et tidligere notat har jeg gennemgået bitcoin som fænomen, og hvordan kryptovaluta eller bitcoin kan være et eksempel på en boble. Det vil jeg anbefale dig at læse.

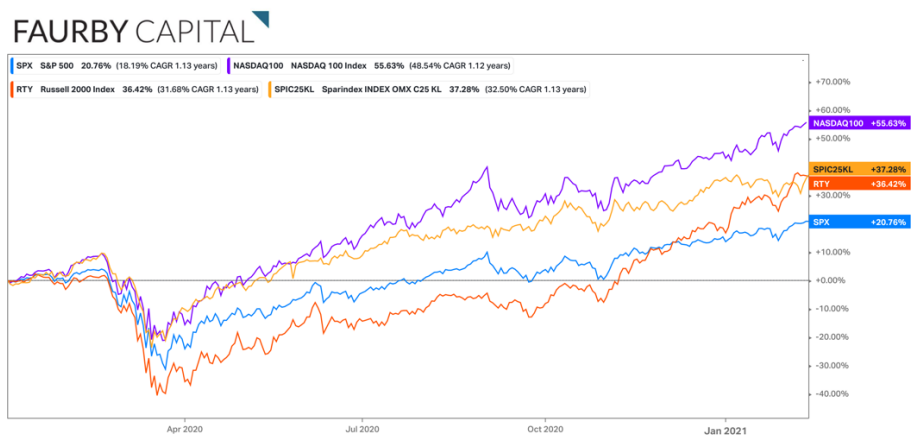
De fleste argumenterer som sagt, med høje aktiepriser ved at sammenligne med endnu højere obligationspriser. Når man tænker over det, så er det egentlig lidt skørt. Men alligevel bliver det hele jo et relativt spil, da alternativerne er få, og det kan gøre ondt at sidde på sidelinjen og føle sig udenfor i en længere periode. Men det er tydeligt for alle, at aktier er billige relativt til obligationer. Men både aktier og obligationer er historisk dyre, når vi ser på det absolut. Så hvis du ligesom jeg, har det overordnet formål at beskytte kapitalen og købekraften igennem generationer, så skal du være klar til at tage nogle kontrære valg.



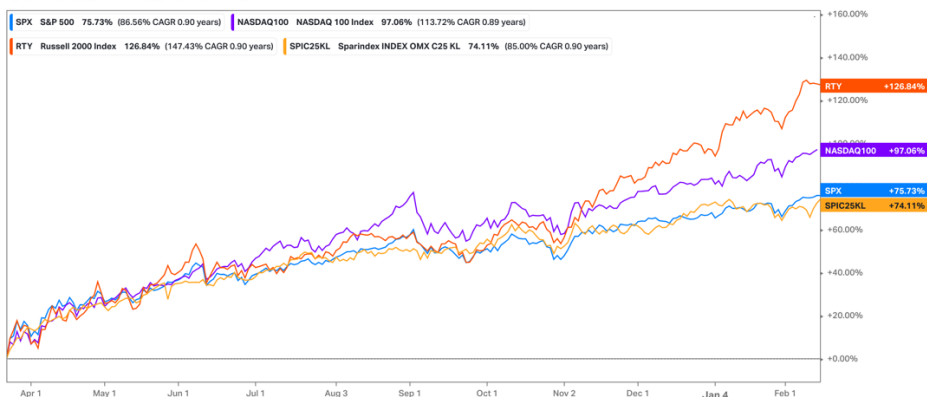
Men hvad mener insiderne? (altså direktørerne og bestyrelsesmedlemmerne i selskaberne). Køber de op med arme og ben i øjeblikket? eller kan de ikke regne prisen hjem på deres egne virksomheder? Det korte svar er, at de er gået fra at være meget positive og synes deres selskaber var for billige (i foråret 2020) til at de i dag synes de er meget dyre. Se grafik se venstre.

Markedet stiger i skrivende stund med en hastighed, som jeg ikke tidligere har oplevet (dog mest i de populære aktier). Nedenfor er indsat afkastudviklingen over nogle amerikanske indeks (S&P500, Nasdaq100 og Russell 2000) inkl. vores danske C25-indeks. Den første grafik viser afkast fra 1. januar 2020 til d.d. (altså inkl. nedturen i marts). Den næste graf viser afkast fra medio marts (seneste bund) til d.d. Her ser du blandt andet, at Russell 2000, som dækker over 2.000 mindre og mellemstore selskaber, samlet set er oppe med +126 pct. på omkring 11 måneder.

Graf (1) for perioden 1. januar 2020 til 16. februar 2021



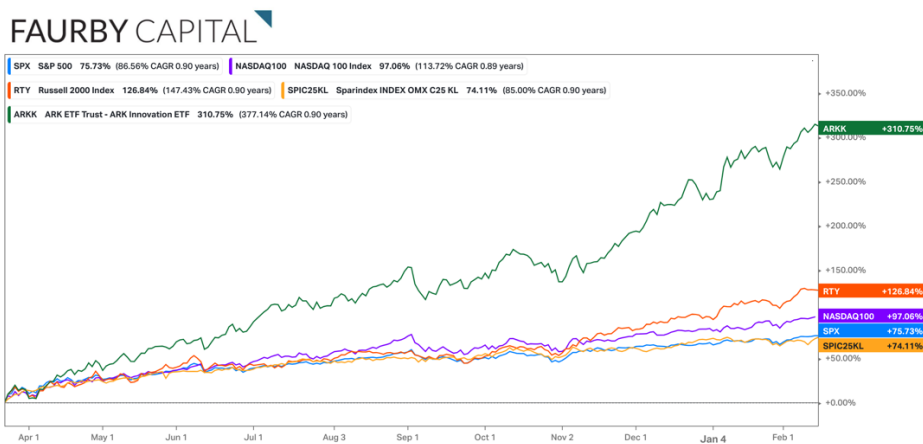
FAURBY CAPITAL



Graf (2) for perioden 23. marts 2020 til 16. februar 2021

Selskaber som ser for højt prissatte ud inden de går på børsen, stiger med 100% eller mere den første handelsdag (såfremt de eksempelvis opererer i et populært tema). Ligeledes bliver IPO's overtegnet med flere hundrede procent for de selv samme populære selskaber. Det er ikke i trit med virkeligheden. Husk også på, at i alle de historiske bobler der har været, så er det netop i det sidste stadie af en boble, at vi ser en acceleration i aktiekurserne. Såfremt accelerationen fortsætter i disse temaer, bliver jeg kun mere og mere bekymret.

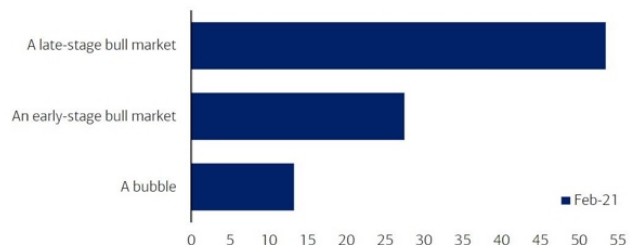
Nedenstående graf er den samme som ovenfor, her er bare tilføjet en af de aktuelt mest populære aktive ETF'er (Ark Innovation ETF), som indeholder omkring 50 af de mest hotte aktier. Eksempelvis kan nævnes Tesla, Square, Baidu, Shopify, Paypal, Zoom etc. Tilføjelsen af denne ETF, får de øvrige grafer til nærmest og se vandrette ud. Ark Innovation ETF er på bare 11 måneder steget med hele +310 pct.



Graf (3) for perioden 23. marts 2020 til 16. februar 2021

Blandt nogle af de sidste brikker som mangler er, at alle er positive på markedet. Jeg læser stadig omkring investorer som er negative – bare det at jeg får henvendelser på om vi måske er i en boble, viser en grad af bekymring hos nogle. Eksempelvis har Bank of America netop offentliggjort en investor-survey, som viser at 13% af de adspurgte investorer mener vi er i en boble. Men læg samtidig mærke til, at størstedelen af de adspurgte mener vi er i den sene fase af bull-markedet. Det helt store spørgsmål her er dog, om de som mener vi er i en boble, tager deres penge af bordet, eller om de fortsat er fuldt investeret? I givet fald kan nogle af boblerne springe når som helst. På et tidspunkt vil alle ud ad samme dør.

Exhibit 9: Only 13% of investors think we're in a bubble
In your opinion, the U.S. equity market is in...



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

Kan vi i værste fald komme ind i en krise, som kan tage årtier at rejse sig fra igen?

Potentielt er der en halerisiko for at det næste gang kan blive meget slemt (og kan få IT-boblen og Finanskrisen til at ligne små bump på vejen). Jeg vil her minde om, at efter krakket i 1929, tog det hele 25 år, før det amerikanske aktiemarked nåede den gamle top. Det er ikke mit hovedscenarie, at vi får en korrektion, som tager årtier at rejse sig fra. Men jeg er opmærksom på risikoen – og i modsætning til mange andre investorer og markedsaktører, som afviser det kan ske, så tør jeg ikke udelukke det.

Hvad kan i givet fald udløse denne 'halerisiko' og give en langvarig og strukturel nedtur?

Det ved jeg desværre ikke – eller som Charlie Munger er citeret for at sige: "Hvis jeg vidste hvornår og hvor jeg skulle dø, så ville jeg ikke gå derhen". Mit hoved er dog fyldt med en række potentielle risikoscenarier, at jeg nedenfor har skitseret et af dem. Jeg vil dog igen understrege, at det ikke er en forudsigtelse og, at sandsynligheden for nedenstående scenarie er lille.

Den demografiske udvikling.

Ser vi nærmere på demografien og fokuserer på de forskellige generationer. Så er den største generation i historien (generation baby boomers), nu på vej på pension (i gennemsnit).

Generationen (f. 1946-1964) også kaldet baby boomers, har været en stor del af det langsigtede økonomiske opsving. Den gennemsnitlige 'baby boomer' er nu 65 år og nået pensionsalderen. Historiens største generation, har igennem de seneste 40 år, købt finansielle aktiver hver måned (primært indirekte igennem deres pensioner) og har samtidig drevet en stor andel af forbruget. De nyere generationer vil sandsynligvis overtage forbruget fra de ældre generationer. Men et spørgsmål her kan være om de vil overtage det i samme grad, eller om forbruget vil falde? Der er nogle interessante tendenser og observationer fra de yngre generationer, som f.eks. vægter klima, miljø og cirkulær økonomi højt. Jeg vil ikke klogge mig yderligere på det fremtidige forbrug, da vi ikke har nok relevant data at læne os op ad.

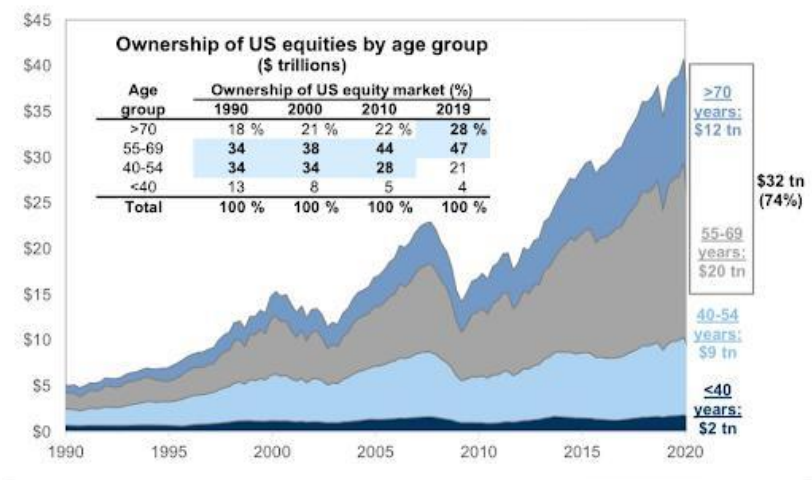
Men hvis vi ser nærmere på hvem der primært ejer de finansielle aktiver, så stikker den ældre generation naturligvis ud, herunder baby boomers.

I 1990'erne var de amerikanske aktier, stort set, ligeligt fordelt mellem investorer under/over 55 år. Men i dag er forholdet således, at investorerne over 55 år (primært baby boomers) ejer 3/4-dele af aktierne. Se grafik fra Goldman Sachs til højre.

Bekymringen går på, at den gennemsnitlige 'baby boomer' nu går på pension, og det kan vise sig, at have en negativ effekt på de finansielle markeder, da dem som primært ejer aktiverne, og i gennemsnit løbende har købt op igennem de sidste 30 år, nu løbende skal realisere dem. Vi ved naturligvis ikke hvordan dette vil udspille sig. Men i bund og grund er det rimelig simpelt, hvis flere sælger aktier end der er købere til at købe, så falder priserne, og omvendt. Dette gælder ikke kun for aktier, men også for andre aktiver, som f.eks. obligationer, ejendomme osv.

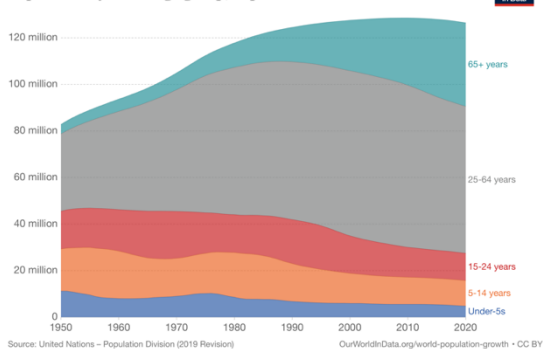
Japan står måske som et skrækeksempel for, hvad der i værste fald kan være i vente for Europa og USA. I 1989 vægtede Japan med omkring 50% i det globale aktiemarked, i dag vægter de under 7%. Til sammenligning vægtede USA i 1989 omkring 30% i dag vægter de omkring 60%. Japan er ca. 30 år foran når vi ser på den demografiske udvikling. Det Japanske aktiemarked (målt ved Nikkei 225) toppede tilbage i 1989, altså nogenlunde samtidig med toppunktet i den demografiske udvikling for den arbejdende del af befolkningen på 25-64 årige. Det Japanske aktieindeks er fortsat under toppunktet fra 1989. Den demografiske udvikling for den arbejdende del af befolkningen toppede i Europa omkring 2015 og om USA har nået toppunktet i 2020, er stadig uvist, men de seneste år er udviklingen stabiliseret. Se grafik nedenfor.

Exhibit 62: Individuals that are 55 and older own 75% of US equities as of 1Q 2020

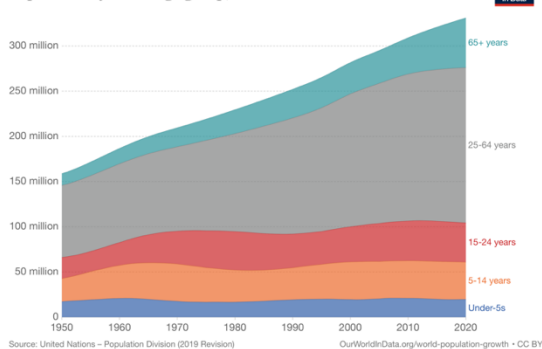


Source: Federal Reserve, Goldman Sachs Global Investment Research

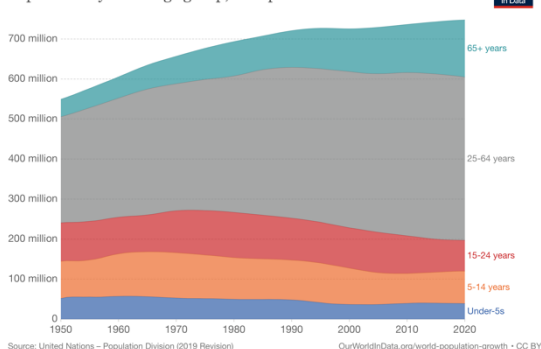
Population by broad age group, Japan



Population by broad age group, United States



Population by broad age group, Europe



I den anden ende af skalaen for halerisiko, står et scenarie med hyperinflation, som Tyskland (Weimarrepublikken) oplevede tilbage i 1920'erne, og som en række andre lande ligeledes efterfølgende har gennemlevet. Eksempelvis Grækenland og Ungarn i 40'erne. Zimbabwe i 2008 og senest Venezuela i 2019.

”This time is different”.

Diverse økonomer og bankstrateger bygger efterhånden deres analyse og tiltro på Centralbankerne. Renterne har aldrig i historien været lavere og de såkaldte eksperter forventer de vil være meget lave, meget længe.

Det kan sammenlignes lidt med det som foregik i 90'erne, med den såkaldte ”Greenspan-put”. Altså Alan Greenspan lovede sin loyalitet til aktiemarkedet og investorerne troede på ham. Det er det samme i dag, Centralbankerne lover at holde hånden under markedet – og kommer der bare lidt uro, som i slutningen af 2018 eller som i marts 2020, så træder de til, og som de er citeret for sige: ”do whatever it takes”. Det er ikke til at tage fejl af ordene ”vi gør hvad der skal til”. Det er en klar og tydelig besked/trussel til markedsdeltagerne; vi styrer markedet.

Manipulation kan finde sted rigtig længe – men det plejer til sidst at blive opdaget. Så når det kommer til stykket, kan Centralbankerne i sidste ende ikke holde hånden under markedet, såfremt investorerne mister tilliden.

Investorerne har ikke mistet tilliden endnu, og det har siden Finanskrisen drevet en øget spekulation og gearing, da disse ikke føler de kan tabe (Centralbankerne kommer og redder dem), men kun kan vinde.

Aktuelt hænger det sådan sammen, at markedsdeltagerne med rette, kan argumentere for meget høje værdiansættelser baseret på meget lave renter. Eller hvis du laver det simple regnestykke: Afkast på aktier = den risikofrie rente + en risikopræmie.

Når danske statsobligationer tilbage omkring Finanskrisen gav en ”risikofri rente” på omkring 4,5 pct., svarede det nogenlunde til den gennemsnitlige rente på statsobligationer over 100 år. Derved kunne aktieinvestorer f.eks. kræve et afkast på +8 pct., altså de 4,5 pct. + en ”aktiepræmie” på ca. 4 pct. = 8,5 pct., som ligeledes svarer til det gennemsnitlige afkast som aktier har givet på meget lang sigt, før inflation.

Inflationen har været omkring 2 pct., hvorfor vi kan fratække dem fra de 8,5 pct. for at finde afkastet i reale termer = 6,5 pct. Lad os derfor kalde de 6,5 pct. for ’indtjeningsudbyttet’ på aktier i reale-termer. Når indtjeningen repræsenterer 6,5 pct. af prisen, og du gerne vil finde forholdet mellem prisen og indtjening (P/E), så kan du tage $100 / 6,5 = 15,4$ (hvilket svarer nogenlunde til den gennemsnitlige historiske P/E).

I dag er den risikofrie rente 0 pct. (eller negativ nogen steder). Så i det simple regnestykke, bør det forventet afkast på aktier også flytte sig. Fra de 8,5 pct. - 4,5 pct. = 4 pct. afkast i nominelle termer (eller ca. 2 pct. i reale-termer). Hvilken betydning har det så for prisen i forhold til indtjeningen?

Ved et afkast på 2 pct. hhv. 4 pct., giver det en P/E-ratio på mellem 25 og 50. Altså en P/E som er mellem ½ til 2½ gange højere end det historiske gennemsnit.

Det forklarer måske hvorfor globale aktier aktuelt handler til en P/E på omkring 28 (jf. MSCI). Regnestykket er en måde at beskrive påvirkningen på aktivpriserne gennem lavere renter. Lavere renter betyder derfor højere priser for risikoaktiver, så som aktier. Altså afhænger prissætningen, i en ekstrem grad, af niveauet for renten. Når så ingen økonomer eller strateger rigtig tror på rentestigninger lige foreløbig, og altså ekstrapolerer nulrente på ubestemt tid, ja så kan alle værdiansættelser jo regnes hjem.

En lav risikofri rente får selv lave investeringsafkast til at se attraktive ud – eller der hvor investorer mentalt kan "snyde" sig selv, søger de hen. Det kunne være i Junk Bonds eller nogle former for alternative investeringer, hvor private investorer ikke formår at forholde sig til det forventede afkast - men i stedet snyder sig selv ved, at se på de gode historiske afkast, og ellers argumentere med gode "porteføljeegenskaber" eller lign.

De potentielle afkast i dag, er på omtrent det laveste de nogensinde har været i historien.

Nu hvor Centralbankerne/Regeringerne har signaleret, at de "gør hvad der skal til", så vil vi sandsynligvis næste gang se, at de kommer og hjælper med direkte pengeoverførsler til almindelige mennesker. De andre gange er deres stimulanser i høj grad gået til finansielle aktiver. Men ikke til den "rigtige økonomi". Så et eventuelt næste træk vil sandsynligvis gå i den retning. Det kan forårsage to ting: 1) At disse penge går ud i den "rigtige økonomi" igennem øget forbrug. Det vil i givet fald skabe inflation i den "rigtige økonomi". Eller 2) At pengene går til spekulation, altså modtagerne vælger at sætte pengene i finansielle aktiver, som derved kan give en ekstra tur i karrusellen – og således yderligere prisstigninger på finansielle aktiver.

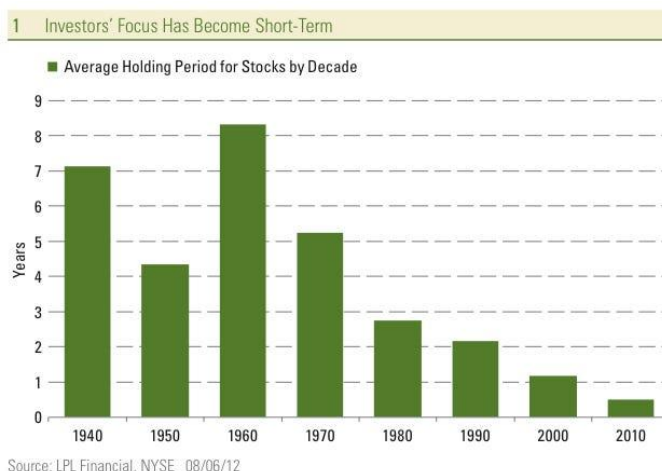
I dag har vi ikke en fungerende markedsøkonomi. Det er ikke markedet som sætter priserne – det er primært og indirekte centralbankerne/regeringerne og det passive flow. Det såkaldte passive flow fra ETF'er og lign. som køber "blindt" ind i markedet og, som ikke skeler til pris og værdi. Men køber hhv. sælger, uanset prisen for aktiverne.

Simpelt beskrevet er det passive flow med til at drive de irrationelle priser igennem følgende simpel formel: **1) Hvis du giver mig penge = så køb. 2) Hvis du vil have penge = så sælg.** Så kunne man spørge til hvilken pris hhv. købes og sælges til? Her er svaret til en hvilken som helst pris!

Den reele værdi på nogle aktier, kan derfor som eksempel være 90% under den nuværende pris, da det først er her aktive og fundamentale investorer, har lyst til at købe selskabet.

Hvor hurtigt kan markedet falde, hvis stemningen først vender?

Jeg vurderer, at det kan gå rigtig stærkt. Vi har alle været så heldige at have et "live" eksempel for ganske nylig, hvor aktiemarkedet i marts 2020 faldt hurtigere end nogensinde før i historien. Denne oplevelse skal vi være glade for, da jeg tror det kan forberede os til fremtiden. Vi kan risikere, at det går lige så stærkt eller hurtigere næste gang. Årsagen hertil mener jeg vi skal finde i den øget algoritme handel og det store passive flow. Investorerne er generelt blevet meget mere kortsigtet. I dag handler alle via computer eller telefon. Hvorfor investorer i samme sekund, at de bliver ramt af frygt, kan trykke på salgsknappen på deres telefon. Det er altså muligt, at der kan spredes en panik og algoritmehandlerne kan tage til i styrke, som vi så det i marts 2020.



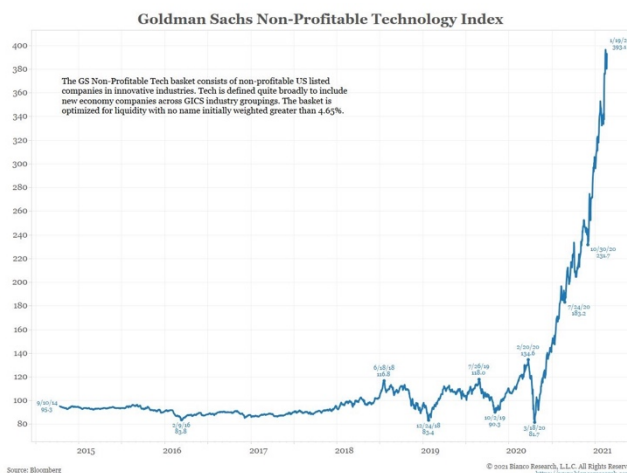
Når renterne er nul (eller negative), har de færreste investorer penge stående kontant. Likviditetsbeholdningerne rundt omkring er i givet fald meget små, til at kunne understøtte et faldende marked.

Hvilke potentielle bobler er der?

Der er flere potentielle bobler – nogle investorer taler om "the everything bubble". Men 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.

Til højre er indsat en graf, som viser uprofitable teknologiselskaber, der siden marts er steget næsten lodret. Det er en voldsom acceleration og uden for proportioner.

Amerikanske teknologiselskaber (i S&P500) er i forvejen anstrengt prissat med en Shiller P/E på omkring 50, og det oveni, at koncentrationsrisikoen i det samlede indeks er blevet alarmerende høj, hvor teknologi i dag fylder omkring 40% af hele indekset og de tre største aktier udgør næsten 1/5-del. Men på det seneste er de virksomheder uden en positiv bundlinje, steget signifikant mere end de virksomheder, som faktisk formår at tjene penge på deres forretning og dertil kan give penge tilbage til investorerne.



Vent samtidig ikke på de store banker, som Goldman Sachs, J.P. Morgan eller Danske Bank melder ud at vi er på vej ind i en boble. Det vil aldrig ske! For dem er det et forfærdeligt ikke-kommercielt væddemål – det er simpelthen ikke foreneligt med deres forretning at skulle melde så negativt ud. De har intet at vinde, og alt og tabe, ved at melde sådan ud.

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 den opmærksomme læser måske har observeret igennem dette skriv, så har jeg personligt svært ved at "kalde" en generel boble. De fleste af mine beslutninger baseres ud fra fakta og statistik, derfor er jeg opmærksom på, hvor dårlige mine odds er for at få ret, ved at kalde en boble. Et succeskriterie for mig, ville dog være at komme i samme 'liga' som nogle af de mest legendariske investorer i vores tid, som i gennemsnit har forudset en boble 3 år før den sprang.

Jeg vil dog gerne flage, at jeg også ser en række andre outcome – som ikke nødvendigvis vil forårsage et større tab i **nominelle termer**. Men hvor risikoen vil være et større tab i **reale termer**. F.eks. vil en højere inflation destruere værdi i reale termer. I værste fald som vi så det i perioden fra 1965-1980, hvor din købekraft blev destrueret med ca. 55 pct., hvis du havde din formue placeret i aktiemarkedet, og omkring -25 pct, hvis formuen var placeret i obligationsmarkedet. Så i en usikker tid, hvor vi ikke præcist kender udfaldet af det fremtidige paradigme – mener jeg, at diversifikation er nøglen og vigtigere end nogensinde tidligere.

Diversifikation.

Jeg mener dog altid diversifikation har været en vigtig ingrediens i en investeringsportefølje. I nyere tid har det dog ikke haft den samme nødvendighed med f.eks. geografisk diversifikation. Det skyldes blandt andet, at de finansielle markeder og økonomier, er blevet bragt tættere sammen af en stigende globalisering. Korrelationen mellem aktiemarkedene, er simpelthen steget i takt med globaliseringen de sidste 30-40 år. Men historien taler sit tydelige sprog - du kan forbedre dit risikojusteret afkast signifikant igennem diversifikation. Og hvad hvis globalisering er på retræte? Det er ikke en forudsigelse – men jeg stiller bare spørgsmålet, da ingen kender til fremtiden. Den aktuelle handelskrig mellem de to største nationer, Kina og USA, kan føre mange steder hen. I alt det data jeg kigger ind i, er det i hvert fald tydeligt, at Kina (upcomming power) udfordre USA (leading power) på nærmest alle områder. Jeg ønsker ikke at løbe en unødvendig risiko, derfor er diversifikation lige så vigtigt for mig, som det hele tiden har været.

Opsummering.

Det er egentlig rimelig simpelt. Penge er for Børsen, som benzin er for en motor. Uden penge, så kan kurserne ikke stige og omvendt med en masse nye penge, kan kurserne fortsætte deres himmelflugt, i hvert fald i nominelle termer.

Når der tidligere har været "fare forud", har det som investor været "nemt" at tage lidt penge af bordet, og placere i f.eks. "sikre" danske statsobligationer med kort løbetid og en pæn rente. De korte og forholdsvis sikre danske statsobligationer giver aktuelt et negativt afkast både i reale- og nominelle termer. Så derfor er man som investor virkelig nødt til at tænke ud af boksen og finde alternative placeringer i forsøget på, at beskytte sin kapital og købekraft. Men som også tidligere nævnt, ser jeg aktuelt en stor divergens på tværs af de finansielle markeder. Der er store forskelle på værdiansættelser og spekulationsadfærd, på tværs af aktiver, geografi, sektorer og selskaber. Det er måske nemmere at dele de finansielle markeder op i hvad er populært og hvad er upopulært. I øjeblikket søger jeg på vegne af mine investorer væk fra det mest populære.

Jeg mener aktuelt, at de to primære risikoscenarier er:

1) Boblen på de finansielle markeder, springer (det kan vi kalde venstre halerisiko).

Når først en boble springer er der ikke noget sted at gemme sig. Stort set alle aktiver bliver korreleret til hinanden og falder samtidig – men nogle aktiver, sektorer og selskaber falder mere, relativt til andre.

Investorerne vil på det tidspunkt løbe mod den samme udgang – og sælge ud af risikoaktiver for at skaffe kontanter og eventuelt placere pengene i mere "sikre aktiver" (selvom der er få af disse tilbage). Dette vil forventeligt føre til et regime af deflation.

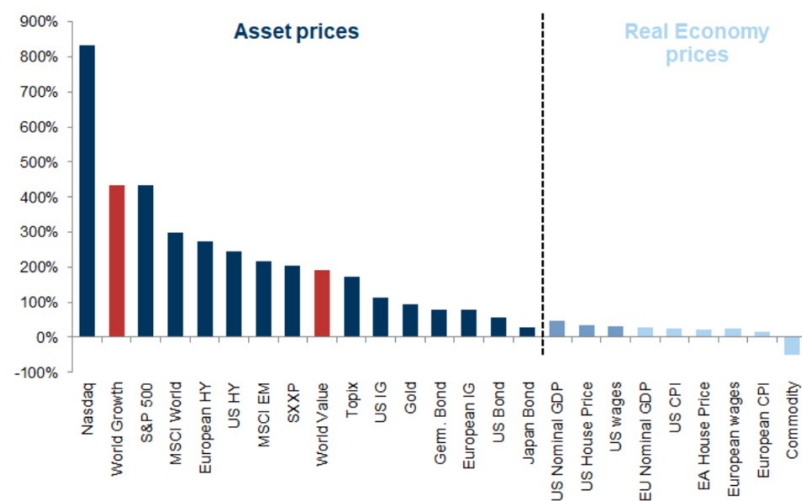
2) Regeringernes markante udpumpning af nye penge og opkøb af finansielle aktiver, fortsætter (højre halerisiko).

Så længe vi ikke har nogen særlig inflation, kan de 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. Eller som den anerkendte økonom og nobelprismodtager, Milton Friedman er citeret for: "Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output".

Inflation er en sjov størrelse. For hvordan måles den egentlig? Og er det i givet fald den rigtige metode at måle på? Nedenfor har jeg indsat en grafik fra Goldman Sachs, som meget godt viser forskellen mellem udviklingen i de realøkonomiske priser (CPI etc.) sammenholdt med udviklingen i aktivpriserne. Vi kan her roligt konkludere, at siden

Exhibit 5: Wide dispersion between asset price inflation and 'real economy' inflation

Total return performance in local currency since January 2009



Source: Datastream, Haver Analytics, FRED, STOXX, Goldman Sachs Global Investment Research

2009 har vi haft en signifikant inflation i aktivpriserne, også kaldet "asset inflation". Men ikke i den "rigtige økonomi".

Når økonomer, banker etc. taler om inflation, så henviser de til de såkaldte realøkonomiske, CPI-indeks (Consumer Price Index - forbrugerprisindeks). Disse forbrugerprisindeks måler prisstigninger på en kurv af forbrugerpriser – en ret kompleks sammensætning og vægtning af en række hovedgruppe (fødevarer, beklædning, husholdningstjenester etc.) og herunder en række undergrupper. Vægtgrundlaget ændres løbende og forsøges tilpasset den aktuelle økonomi. Derfor kan man godt stille spørgsmålet om inflationen nu måles korrekt?

Hvis CPI-målingen f.eks. skete på baggrund af grundlaget fra 80'erne eller

90'erne, så ville inflationen jf. shadowstats være mellem 5-8 pct. aktuelt. Inflationen i USA var ved den seneste officielle måling på 1,5 pct. og eftersom dette tal i længere tid har været under målsætningen på 2 pct. besluttede den amerikanske centralbank sidste år, at ændre på målsætningen, således inflationen bare i gennemsnit skal være på 2 pct.

Dvs. de måske først vil gribe ind, hvis inflationen nærmer sig 4-5 pct. Eller rettere sagt – de vil i givet fald være nødsaget til at gribe ind. Jeg vil her minde om, at inflation har det med at komme som en tyv om natten (snigende). Vi har flere gange i historien oplevet meget lav inflation det ene år, for efterfølgende at konstatere meget høj inflation i årene efter. Eksempelvis kan nævnes, at inflationen i årene omkring slutningen på 2. verdenskrig var på omkring 2 pct. Hvorefter man i 1946 kunne konstatere en inflation på 8 pct. og i 1947 på 15 pct. En tilsvarende observation kunne man se tilbage i starten af 60'erne, hvor inflationen også var lav på omkring 1-2 pct. og ind igennem 70'erne og indtil start 80'erne oplevede man en markant stigning i inflationen, som i denne periode lå på mellem 6 og 13 pct. om året. Siden 80'erne har vi haft en lav inflation, primært drevet af globaliseringen og den teknologiske udvikling. Så når vi ikke har set skyggen af inflation i 40 år, har flere markedsdeltagere svært ved at forestille sig det kommer igen. Det tør jeg ligeledes ikke afvise kan ske igen. Selv det utænkelige er muligt!

Så den højre halerisiko er ikke et kollaps i aktivpriserne. Men et scenarie, hvor aktivpriserne ikke kan følge med udviklingen i inflationen (tab af købekraft). Altså et potentielt kollaps i reale termer.

Jeg vil gerne slutte af med to citater fra en af mine inspirationskilder gennem tiden, Warren Buffet, som er citeret for følgende udtalelser:

”risikoen ved at være ude af markedet, er sammenlignelig med risikoen ved at være inde i markedet”.

”vær frygtsom når andre er grådige, og grådig kun når andre er frygtsomme”.

I tilknytning til disse citater, kan det nævnes, at hans investeringsselskab Berkshire Hathaway aktuelt sidder med en kontantbeholdning på omkring 140 milliarder dollars. Men samtidig er størstedelen af hans formue fortsat placeret i aktiemarkedet.

/Niclas Faurby, Investor

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.