



Lurar inflationen investeraren?

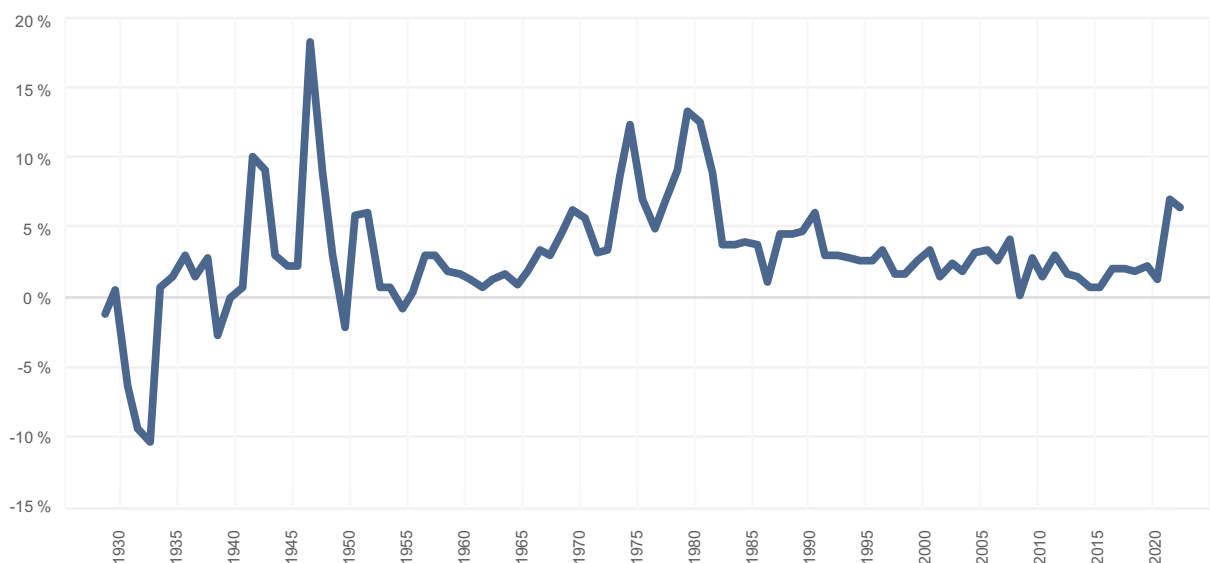
Av analytiker Marcus Bellander
C WorldWide Asset Management

Viktiga lärdomar

- I en artikel i tidskriften Fortune från 1977 med titeln "How Inflation Swindles the Equity Investor", hävdade Warren Buffett att aktier inte fungerar som ett skydd mot inflation. Till synes frustrerad över de mediokra aktiemarknaderna på 1970-talet drog han slutsatsen att aktier är "mycket lika obligationer".
- Här undersöker vi detta närmare. Vi tittar på likheter och skillnader mellan 1970-talet och idag. Vi drar slutsatsen att aktieinvestorer kan ha det tufft under tider av hög inflation, men inte nödvändigtvis av de skäl som Buffett förde fram. Under senare tid har aktier faktiskt fungerat som en försäkring mot inflation.

Figur 1

Amerikansk inflation (CPI)



Källa: Aswath Damodaran (NYU Stern), augusti 2023

“Följaktligen är inflation inte något som drabbar bolag. Snarare är det orsakat av dem.”

Inflation och bolag

Inflationen mäter hur mycket dyrare varor och tjänster har blivit. De flesta varor och tjänster tillhandahålls av bolag av något slag (privata eller offentliga), så när priserna på varor och tjänster stiger ökar bolagens intäkter.

Följaktligen är inflation inte något som drabbar bolag. Snarare är det orsakat av dem, det är genomsnittet av alla deras prisökningar. Vissa bolag kan höja priserna tidigare eller mer än andra men i genomsnitt är bolagen inte bara säkrade mot inflation – de skapar den.

Eftersom ett bolags output är ett annat bolags input, tenderar priser/intäkter och kostnader att stiga parallellt. Om intäkter och kostnader stiger i samma takt kommer marginalerna att vara oförändrade och därmed även vinsterna. I teorin borde inflationen därför inte spela någon roll för bolag eller deras aktieägare.

I figur 1 ser vi inflationstakten i USA från 1928 fram till idag. Den genomsnittliga inflationstakten under denna period var 3,0%.

Aktier, obligationer och inflation under det senaste århundradet

Under en tillräckligt lång period avkastar aktier klart bättre än obligationer. Som figur 2 visar var den genomsnittliga årliga avkastningen på aktier (här representerad av S&P 500) 9,8% per år under de senaste 95 åren. Obligationer gav bara en avkastning på 4,6%.

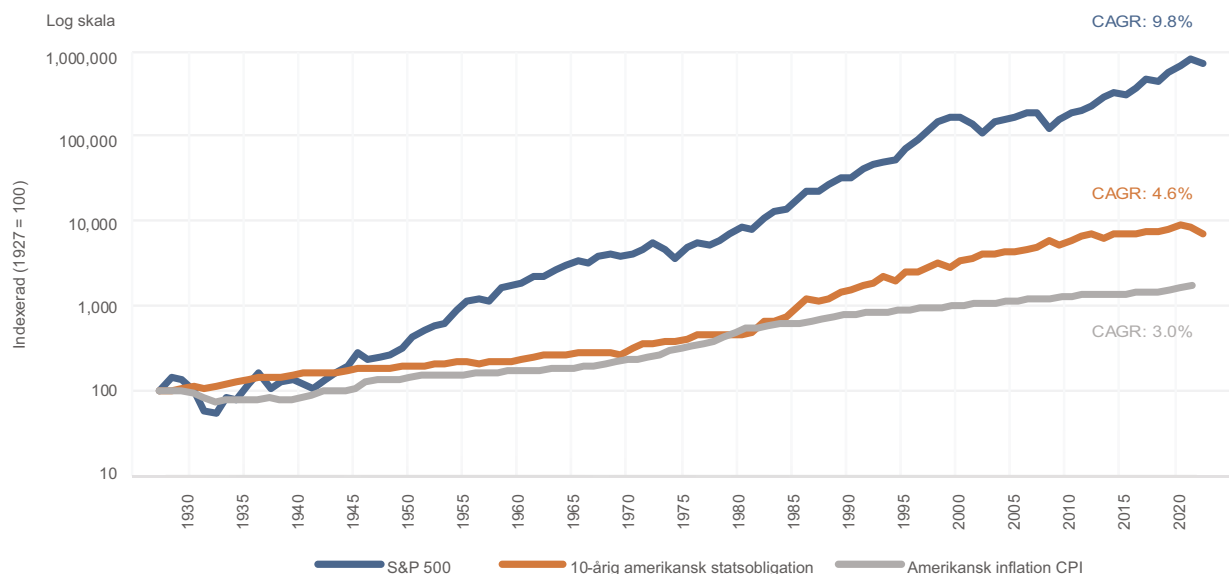
Den grafen gör det svårt att se hur inflationen ska ha kunnat lura aktieinvestorer, som Buffett menade. De har fått en inflationsjusterad avkastning på 6,8% de senaste 95 åren, medan obligationsinvestorer fått nöja sig med 1,6%.

1970-talet var dystert för aktier

Men Buffetts artikel skrevs 1977 och hans argument avser perioder med extraordinärt hög inflation. Det lyder ungefär så här: den genomsnittliga avkastningen på eget kapital (ROE) för aktier i Dow Jones Industrials och Fortune 500-indexen var i genomsnitt 12% under decennierna 1946-1955, 1956-1965 och 1966-1975. Inflationen steg dock avsevärt under det sistnämnda decenniet, och det

Figur 2

Aktier har klarat sig betydligt bättre än obligationer



Källa: Aswath Damodaran (NYU Stern), officialdata.org, augusti 2023

“Aktier klarade sig dåligt i nominella termer mellan 1966 och 1975 och gav endast 3,9 % i genomsnitt med en genomsnittlig inflation på 5,4%”

faktum att ROE inte steg i linje med den gör aktier ”mycket lika obligationer”.

Buffett hävdar att ROE bör betraktas som en ”aktiekupong”, det vill säga en summa som förblir densamma år efter år, precis som de årliga kuponger som de flesta obligationer betalar.

I teorin skulle man förvänta sig att ROE skulle stiga när inflationen stiger. En topp i inflationen bör öka intäkter, kostnader och vinster. Ett bolags balansräkning (särskilt en med tillgångar med lång löptid) kommer dock att växa långsamt, eftersom gamla maskiner och utrustning kommer att vara i drift i flera år. Det faktum att ROE inte ökade mellan 1966 och 1975 tyder verkligen på att något inte stämde.

Detta ”något” visade sig också i aktiekurserna. Aktier klarade sig dåligt i nominella termer mellan 1966 och 1975 och gav endast 3,9% i genomsnitt. Därmed utvecklades de knappt bättre än obligationer. Och med en genomsnittlig inflation på 5,4% mellan 1966 och 1975 var den

reala avkastningen negativ. Det är lätt att förstå varför Buffett kände sig lurad.

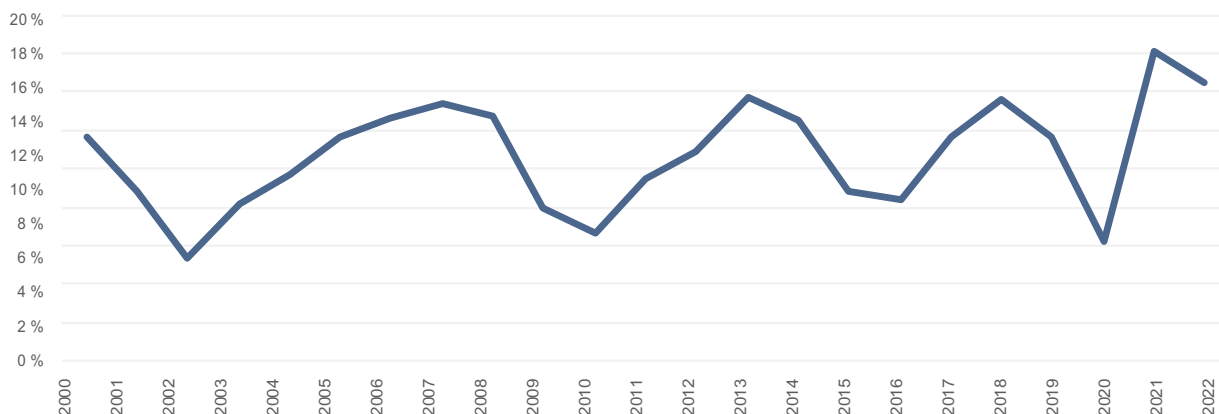
Det kan dock ha funnits andra orsaker än inflationen. ROE kan ha hållits tillbaka av svag ekonomisk aktivitet. Det var ganska svagt på 1970-talet. Det faktum att ROE låg kvar på 12% trots de tuffare ekonomiska tiderna kan tyda på att aktier fungerade som en försäkring mot inflationen, men att en nedgång i ekonomisk aktivitet hindrade den från att öka.

Dessutom skickade inflationen upp räntorna kraftigt, vilket innebär högre lånekostnader för bolagen. Högre lånekostnader innebär lägre inkomst och lägre inkomst innebär lägre ROE.

Man skulle naturligtvis kunna hävda att hög inflation var den ursprungliga syndabocken på 1970-talet – att den tvingade centralbanker att höja räntorna och att högre räntor orsakade en nedgång i den ekonomiska aktiviteten. Å ena sidan är det viktigt att förstå att

Figur 3

Avkastning på eget kapital i amerikanska bolag



Källa: Aswath Damodaran (NYU Stern), augusti 2023

“Detta ger stöd till tesen att bolagens vinster korrelerar med nominell ekonomisk tillväxt och därmed utgör en försäkring mot inflation.”

inflationen i sig inte är dålig för aktier. Å andra sidan är de potentiella konsekvenserna av den det.

2020-talet – en ny era

Den senaste tidens inflation visar att skillnaden mellan inflation och dess konsekvenser är viktig. Under 2021-2022 låg inflationen på nivåer som inte setts sedan 1970- och 1980-talen (se figur 1). Men till skillnad från 1970-talet var den ekonomiska aktiviteten fortsatt stark. Ränteuppgången var också mindre dramatisk än under 1970-talet. Denna mer gynnsamma ekonomiska bakgrund, i kombination med stigande inflation, möjliggjorde en rekordhög genomsnittlig ROE 2021 som vi ser i figur 3.

Det är således inte en naturlag att avkastningen på eget kapital ska förbli oförändrad när inflationen stiger snabbt, som Buffett föreslog när han sa att avkastning på eget kapital skulle betraktas som en ”aktiekupong”.

Med andra ord har bolagens vinster ökat avsevärt de senaste åren och ligger nu långt över trenden 2010-2019. Som illustreras i figur 4 sammanföll vinstaccelerationen med en stigande inflation. Detta ger stöd till tesen att

bolagens vinster korrelerar med nominell ekonomisk tillväxt och därmed utgör en försäkring mot inflation.

Slutligen noterar vi att även om aktier och obligationer utvecklades på liknande sätt mellan 1966 och 1975 följdes de inte alltid åt efter perioder med hög inflation. Som visas i figur 5 gav aktier en avkastning på 8,4% (annualiserat) från slutet av 2020 till augusti 2023, medan obligationer tappade 8,8%. Under denna period var inflationen i genomsnitt 5,5%. Kontrasten mellan de två perioderna är skarp.

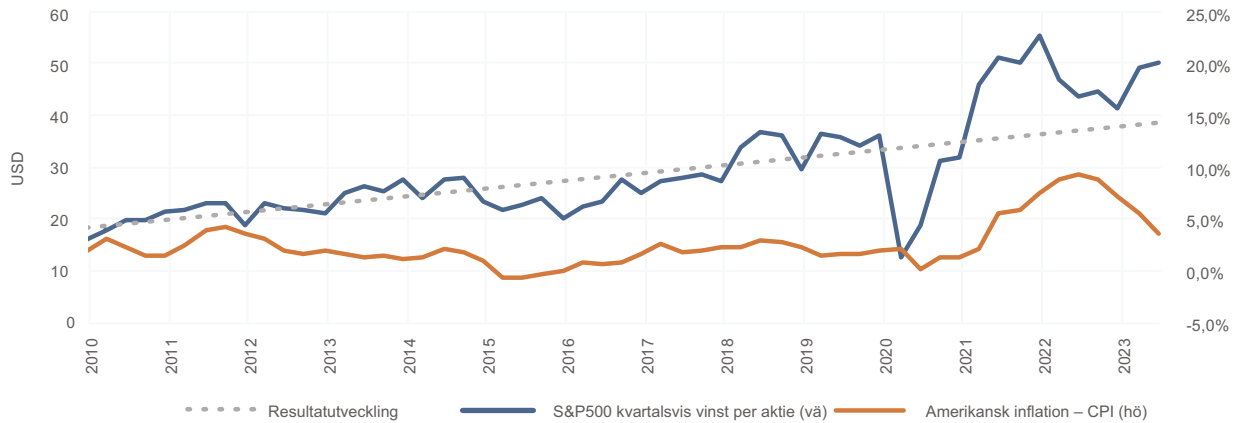
Långsiktiga aktieinvestorer behöver inte oroa sig för inflationen

Sammanfattningsvis är aktier en naturlig försäkring mot inflation. Under vissa omständigheter kanske det inte verkar så, men genuint långsiktiga investorer kan känna sig trygga med att avkastningen från aktier vida överstiger inflationen (och obligationsavkastningen) på längre sikt. I den nuvarande inflationscykeln verkar högre inflation ha ökat bolagens vinster och givit stöd till aktiers avkastning sedan 2020.

LURAR INFLATIONEN INVESTERAREN?

Figur 4

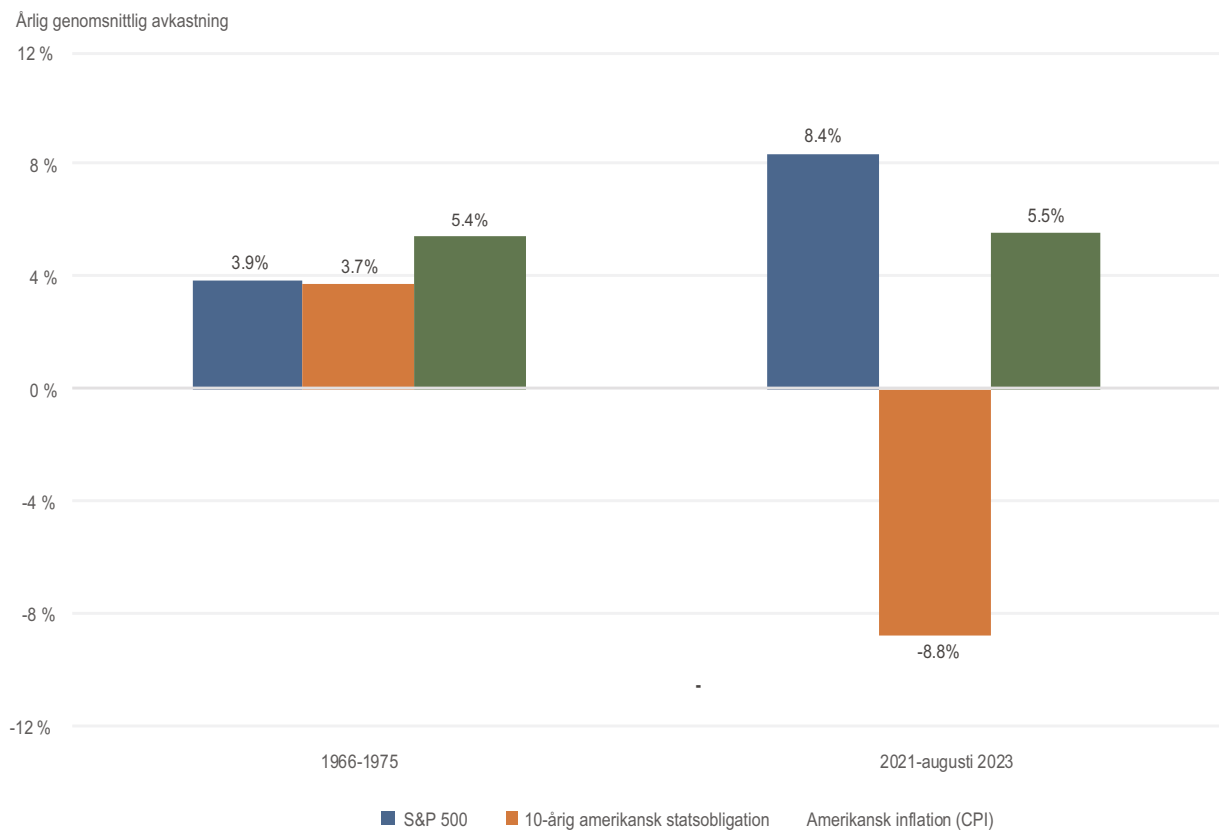
Dagens inflation ser ut att ha påverkat vinsterna positivt



Källa: Aswath Damodaran (NYU Stern), officialdata.org, C WorldWide Q3 2023

Figur 5

Aktier har gått betydligt bättre än obligationer sedan 2021



Källa: Aswath Damodaran (NYU Stern), officialdata.org, augusti 2023

Detta är marknadsföringskommunikation. Investeringar i fondandelar är alltid förknippade med risk. Tidigare resultat ska inte tolkas som en prognos om framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. Denna publikation har upprättats av C WorldWide Asset Management Fondsmaeglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte och utgör inte, och ska inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckt är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE. För mer information, se respektive [PRIIPs KID](#) och [prospekt](#) på cworldwide.se.

C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S DANMARK FILIAL I SVERIGE

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm · Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · cworldwide.se

Insikt Q3 2023