



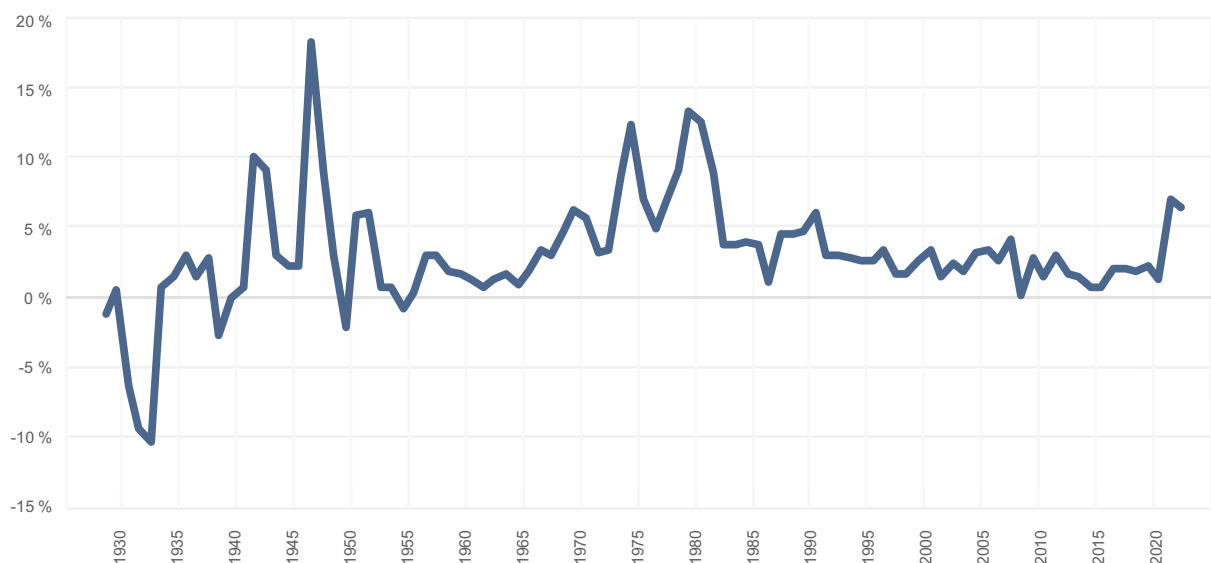
Snyder inflationen aktieinvestoren?

*Af Analytiker Marcus Bellander
C WorldWide Asset Management*

Nøgleindsigter

- I en artikel i Fortune fra 1977 med titlen “How Inflation Swindles the Equity Investor” argumenterede Warren Buffett for, at aktier ikke fungerede som et værn mod inflation. Tilsyneladende frustreret over de svage aktiemarkeder i 1970’erne konkluderede han, at aktier i denne henseende er “meget lig obligationer”.
- I denne artikel udfordrer vi den opfattelse. Der er ligheder men også væsentlige forskelle mellem 1970’erne og i dag. Vores konklusion er, at aktieinvestorer kan blive ramt i perioder med høj inflation men ikke nødvendigvis af de årsager, som Warren Buffett påpegede. Aktuelt har aktier rent faktisk fungeret som et værn mod inflation.

Figur 1
Inflationsrate i USA



Kilde: Aswath Damodaran (NYU Stern), august 2023

Inflation og selskaber

Inflation måler prisudviklingen på varer og tjenester. De fleste varer og tjenester leveres af selskaber (dvs. private, offentlige, statsejede osv.), så når priserne på varer og tjenester stiger, stiger selskabernes indtægter alt andet lige.

“Inflation er derfor ikke noget, der rammer selskaberne. Den er snarere forårsaget af dem.”

mere end andre, men i gennemsnit er selskaberne ikke blot sikret mod inflation – det er reelt dem, der skaber den.

Eftersom et selskabs output er et andet selskabs input, har priser/indtægter og omkostninger en tendens til at stige samtidigt. Hvis indtægter og omkostninger stiger i samme tempo, vil marginerne være uændrede, og dermed stiger overskuddet også. I teorien burde inflation ikke betyde noget for selskaberne.

Inflation er derfor ikke noget, der rammer selskaberne. Den er snarere forårsaget af dem; det er gennemsnittet af alle deres prisstigninger. Nogle selskaber hæver måske priserne hurtigere eller

Figur 1 viser inflationsraten i USA fra 1928 og frem til i dag. Den gennemsnitlige inflationsrate i denne periode var ca. 3,0 pct.

Aktier, obligationer og inflation i de sidste 100 år

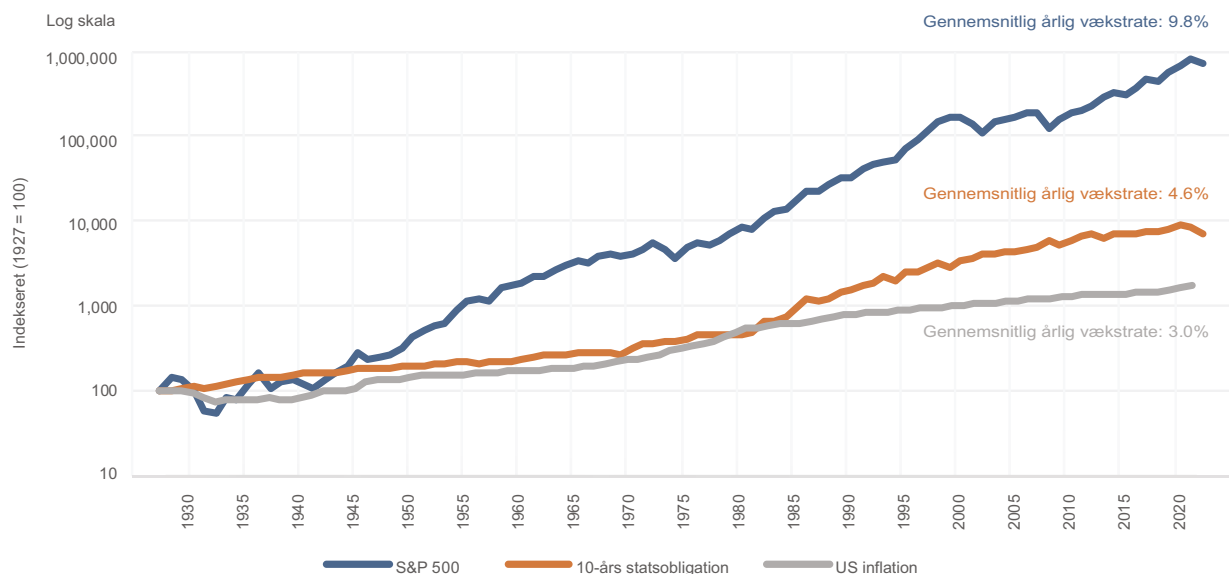
Over en lang periode klarer aktier sig langt bedre end obligationer. Som det ses i figur 2 på næste side, var det gennemsnitlige årlige afkast på aktier (her repræsenteret ved S&P 500-indekset) 9,8 pct. (USD) i løbet af de sidste 95 år. Obligationer har derimod kun givet et afkast på 4,6 pct. (USD). Dette gør det svært at se, hvordan inflationen skulle kunne snyde aktieinvestorer, som W. Buffett udtrykte det. De har fået et inflationsjusteret afkast på 6,8 pct. over de sidste 95 år, mens obligationsinvestorer har måttet nøjes med 1,6 pct.

1970'erne var elendige for aktier

W. Buffetts artikel er skrevet i 1977, og hans kritik er ud fra perioder med ekstraordinær høj inflation. Hans argument

Figur 2

Aktier har klaret sig betydeligt bedre end obligationer på lang sigt



Kilde: Aswath Damodaran (NYU Stern), officialdata.org, august 2023

“Aktier klarede sig dårligt i nominelle termer mellem 1966 og 1975 og gav kun et gennemsnitligt afkast på 3,9 pct. med en gennemsnitlig inflation på 5,4 pct.”

går på, at den gennemsnitlige egenkapitalforrentning for aktier i Dow Jones Industrials og Fortune 500-indekset i gennemsnit var 12 pct. i årtierne 1946-1955, 1956-1965 og 1966-1975. Inflationen steg betydeligt særligt i det sidste årti, og da egenkapitalforrentningen ikke steg sammen med inflationen, konkluderede han, at aktier opførte sig “meget lig obligationer”.

W. Buffett hævdede, at egenkapitalforrentning bør betragtes som en “aktiekupon” dvs. et afkast, der forbliver det samme år efter år ligesom de årlige kuponer, som de fleste obligationer udbetaler.

I teorien ville man forvente, at egenkapitalforrentningen stiger, når inflationen stiger. En stigende inflation burde presse indtægterne, omkostningerne og overskuddet i vejret. Men et selskabs balance (især hvis aktiverne har lang holdbarhed) vil kun vokse langsomt, da gammelt produktionsudstyr kan forblive funktionel i årevis eller endda årtier. Det, at egenkapitalforrentningen ikke steg

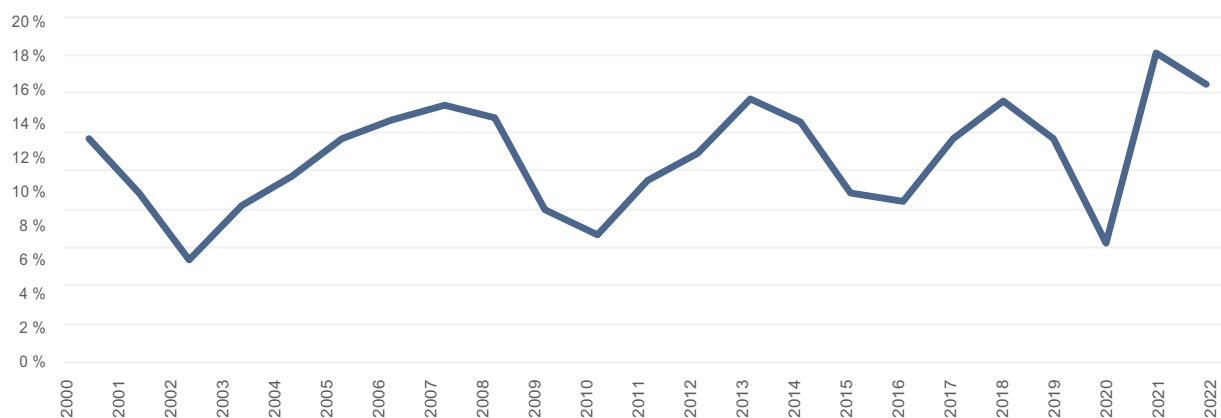
mellem 1966 og 1975, indikerer dog, at andre faktorer var i spil.

Dette viste sig også i aktiekurserne. Aktier klarede sig dårligt i nominelle termer mellem 1966 og 1975 og gav kun et gennemsnitligt afkast på 3,9 pct. (USD). Dermed klarede de sig knapt nok bedre end obligationer, der gav et årligt afkast på 3,7 pct. (USD). Og med en gennemsnitlig inflation på 5,4 pct. fra 1966 til 1975 var det reelle afkast altså negativt. Det er derfor let at forstå, hvorfor W. Buffett følte sig snydt.

Der kan dog have været andre årsagsforklaringer end inflation. Egenkapitalforrentningen kan have været holdt nede af den svage økonomiske aktivitet; væksten i USA's BNP fra 1970 til 1975 var på 2,3 pct. sammenlignet med 4,5 pct. i 1960'erne og 4,2 pct. i 1950'erne. Det faktum, at egenkapitalforrentningen forblev på 12 pct. på trods af de hårdere økonomiske tider, kan indikere, at aktier fungerede som et værn mod inflationen, men at et fald i den økonomiske aktivitet forhindrede den i at stige.

Figur 3

Amerikanske selskabers egenkapitalforrentning



Kilde: Aswath Damodaran (NYU Stern), august 2023

Derudover pressede inflationen renterne meget højere op, hvilket betød højere låneomkostninger for selskaberne. Højere låneomkostninger betyder lavere indtjening, og lavere indtjening betyder lavere egenkapitalforrentning.

Man kan selvfølgelig mene, at den høje inflation var den oprindelige synder i 1970'erne – at den tvang centralbankerne til at hæve renten, og at højere renter forårsagede et fald i den økonomiske aktivitet. Vi mener dog, at det er vigtigt at forstå, at inflation i sig selv ikke er dårligt for aktierne. Det er derimod de potentielle konsekvenser af den.

2020'erne – en ny æra

Det seneste opsving i inflationen viser, at det er vigtigt at skelne mellem inflation og dens konsekvenser. I 2021-2022 var inflationen på et niveau, der ikke er set siden 1970'erne og 1980'erne (jf. figur 1). Men i modsætning til 1970'erne forblev den økonomiske aktivitet på et højt niveau. Rentestigningerne var også mindre dramatiske end i 1970'erne. Det mere gunstige økonomiske miljø kombineret med den kraftige inflation skabte baggrunden for en rekordhøj egenkapitalforrentning i 2021 målt på amerikanske selskaber (jf. figur 3).

Det er derfor ikke en naturlov, at egenkapitalforrentningen forbliver uændret under perioder med høj inflation, som

”Selskabernes indtjening er steget betydeligt de seneste år, og det understøtter argumentet om, at aktier kan virke som en beskyttelse mod inflation.”

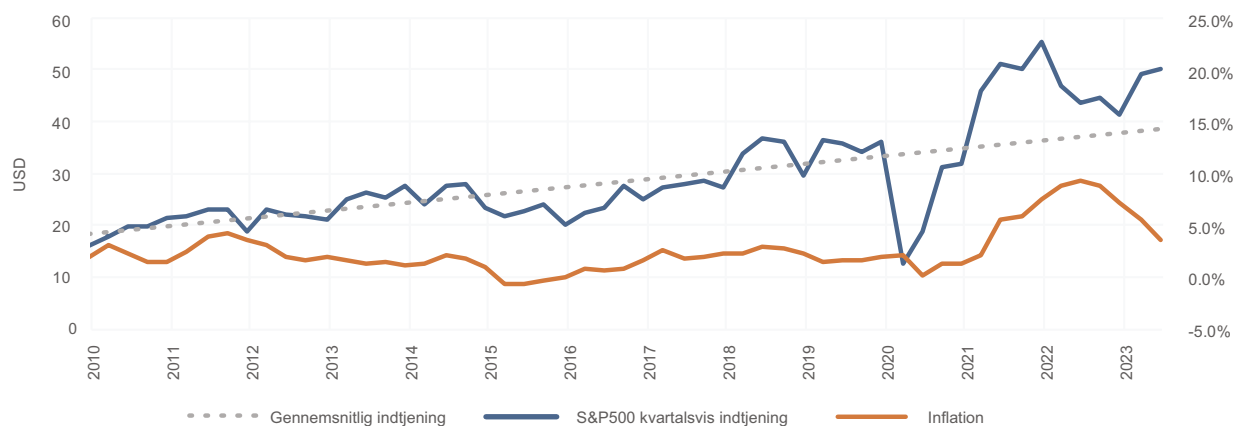
Buffett antydede, da han sagde, at egenkapitalforrentning var at betragte som en “aktiekupon”.

Med andre ord er selskabernes indtjening steget betydeligt gennem de seneste år og ligger nu et godt stykke over den langsigtede opgangstrend fra den foregående periode fra 2010 til 2019. Som det ses af figur 4 på næste side, har vi set en acceleration i indtjeningen samtidigt med den stigende inflation. Det understøtter argumentet om, at selskabernes indtjening hænger sammen med den nominelle økonomiske vækst, og aktier dermed giver en beskyttelse mod inflation.

Endelig bemærker vi, at mens afkastet på aktier og obligationer fulgte hinanden i perioden mellem 1966 og 1975, følges de to aktivklasser ikke altid ad i perioder med høj inflation. Som det fremgår af figur 5 på næste side, gav aktier et afkast på +8,4 pct. årlig afkast (USD) siden slutningen af 2020 og frem til august 2023, hvorimod obligationer faldt 8,8 pct. (USD). I denne periode var inflationen i gennemsnit 5,5 pct. Kontrasten mellem de to perioder er signifikant.

Figur 4

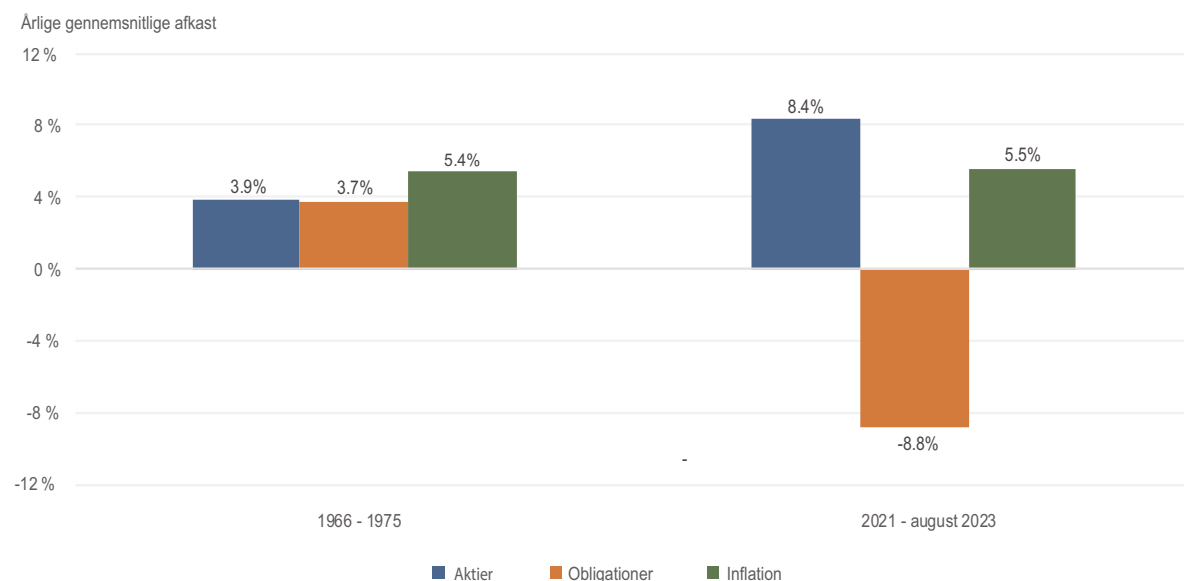
Den nuværende inflationsstigning ser ud til at have påvirket indtjeningen positivt



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

Figur 5

Aktier har klaret sig betydeligt bedre end obligationer siden 2021



Kilde: Aswath Damodaran (NYU Stern), officialdata.org, august 2023

Langsigtede aktieinvestorer behøver ikke bekymre sig om inflation

Vores konklusion er, at aktier giver en indbygget beskyttelse mod inflation. Under visse omstændigheder ser det det måske ikke sådan ud, men langsigtede investorer ved af erfaring, at afkastet fra aktier langt

overstiger inflationen (og obligationsafkast) i det lange løb. I den nuværende inflationscyklus ser det ud til, at den højere inflation har øget selskabernes indtjening og understøttet aktieafkastet siden 2020.

Dette er markedsføringsmateriale. Denne artikel er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Historiske resultater er ingen indikation for fremtidigt afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på www.cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Tlf: 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 35 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk
Indsigt Q3 2024