

Inflationstider

De senaste 30 åren har vi haft avtagande inflationstakt, vilket har haft stor inverkan på olika tillgångars avkastning. Om vi, som många tror, nu står inför ett paradigmskifte kan konsekvenserna för sparare bli betydande. Till skillnad mot tidigare strategirapporter vilka har fokuserat på en tillgång eller ett tillgångsslag, ägnas den här rapporten helt åt inflationstemat. Anledningen är att frågan har kommit upp gång på gång i diskussioner det senaste året. Syftet är att klargöra vad som är brus och vad som är relevant gällande inflationsutsikterna samt vilka tillgångar som är att föredra i en inflationsmiljö. Förhoppningen är att det som skrivs kommer att vara relevant i många år framöver.

Rapporten är uppdelad i två delar: Första delen förklarar varför inflationen har varit låg trots alla stimulanser sedan 2008 samt hur läget kan vara på väg att förändras. Andra delen fokuserar på vilka lärdomar som kan dras av utvecklingen för olika tillgångar under historiska inflationsperioder. Sist i rapporten finns även ett appendix som förklarar olika inflationstyper och kvantitativa lättnader.

Del 1: Inflationen är död, länge leve inflationen

Inflation är ett av de viktigaste fenomenen inom national-ekonomin. Samtidigt är det också ett område där åsikterna är många och insikterna färre. Debatten om inflation eller deflation har pågått till och från sedan finanskrisen 2008, men har hamnat mer i fokus i samband med att de ekonomiska stimulanserna fullständigt exploderade under pandemin. Det är främst USA det pratas om. Tillväxten i penningmängden mätt som M2 nådde 27 procent i början av året. Den högsta nivån någonsin. I juni växte kärn-KPI med 4,5 procent jämfört med ett år tidigare, vilket var den högsta nivån sedan 1991. Budgetunderskottet 2020 var det största sedan Andra världskriget.

Både penningmängd och budgetunderskott är populära förklaringar till varför inflationen skenar. Empiriska studier visar dock att verkligheten är mer komplicerad. Lika viktigt som att förstå vad som leder till vad är att förstå vad som inte leder någons. Speciellt om den gängse uppfattningen är att det gör det. Då har man i alla fall kommit en bra bit på vägen.

Amerizuela

I sociala medier pratas det om att USA är på väg att bli ett nytt Venezuela. Det känns inte sannolikt. USA har ökat penningmängden med i snitt 7,7 procent årligen sedan 2007, vilket är samma takt som Sverige. Det är förvisso ungefär dubbelt så snabbt som den nominella BNP-tillväxten, men inte alls i klass med notoriska ekonomiska syndare som Turkiet och Argentina – eller Venezuela för den delen. Utvecklingen i penningmängden för USA och övriga tre länder åskådliggörs i diagram 1. Med en årlig ökning av penningmängden på hela 370 procent spelar

exempelvis Venezuela i en helt egen liga. Observera att det krävs en logaritmisk skala för att ens kunna använda samma y-axel i diagrammet.

Utveckling för M2 penningmängd i olika länder

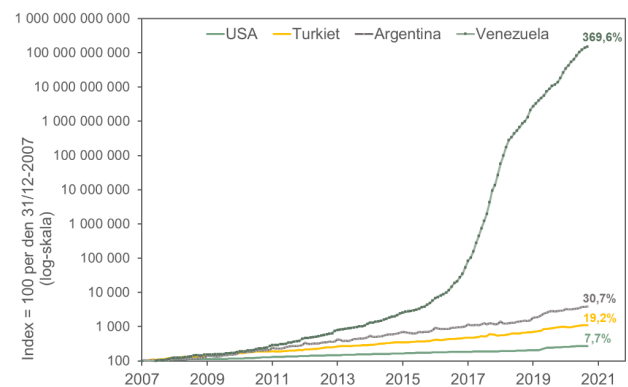


Diagram 1

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Problemet för det andra gänget länder är att det inte finns någon trovärdighet. Efterfrågan på den lokala valutan är begränsad. I euroområdet har penningmängden endast växt 5 procent årligen under samma period. Det är emellertid värt att poängtera att USA växer snabbare och att dollarns status som reservvaluta gör att USA måste förse hela världen med likviditet.

Relationen mellan penningmängd och inflation är i bästa fall svag och i värsta fall obefintlig i moderna ekonomier. I diagram 2 illustreras utvecklingen för dessa två variabler i Japan - det land som har varit pionjär när det gäller penningpolitiska stimulanser. Det här diagrammet använder M1 penningmängd eftersom det så tydligt exemplifierar den obefintliga korrelationen. En ökning i penningmängden på över 30 procent runt millenieskiftet hade noll inverkan på inflationstakten. Noll! Relationen mellan M2 och KPI-index har även den varit obefintlig i Japan de senaste 40 åren.

Penningmängd & inflation i Japan

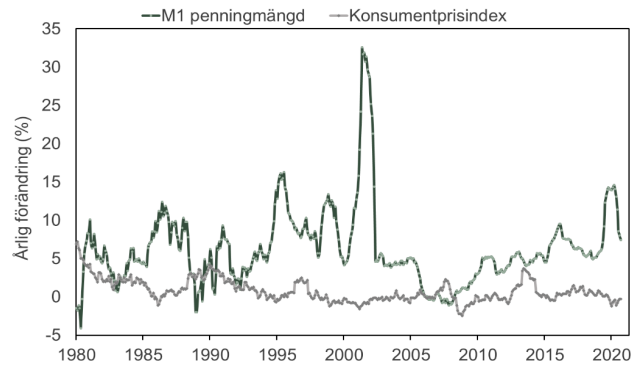


Diagram 2

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Folks besatthet av penningmängd bottnar troligtvis i Milton Friedman's citat: "inflation är alltid och överallt ett monetärt fenomen", vilket är ett av de kändaste citaten inom national-ekonomin. Fast inte ens Friedman förespråkade användandet av officiell statistik på penningmängd i analysen. Han gjorde sina egna dataserier.¹ Huruvida hans siffror hade gett en bättre bild av dagens situation är svårt att sja om (Friedman avled 2006). Ett problem är nämligen att centralbankernas kvantitativa lättnader har gjort statistiken näst intill meningslös.

Det verkar enkelt. Centralbanken skapar pengar genom en knapptryckning och köper statsobligationer (och lite annat) i sekundärmarknaden från eller via banksystemet. Borde inte alla nya pengar jaga varor och tjänster i ekonomin och trycka upp priserna på dessa?

Nya pengar skapas av banksystemet

Saken är den att bankerna får betalt av centralbanken i bankreserver. Bankreserver är typ som pengar, men ändå inte. Bankerna kan exempelvis använda bankreserver för transaktioner på interbankmarknaden, men den totala mängden bankreserver i systemet förblir densamma. Bankreserverna kan inte förvandlas till pengar i den reala ekonomin. Förr i tiden inkluderade regelverket för banker ett reservkrav, vilket innebar att en bank med för låga reserver inte kunde låna ut. En ökning av reserverna kunde då, i teorin, leda till ökad utlåning. Men reservkravet är sedan länge borttaget och även på den tiden när det fanns ett krav var det sällan för små reserver som begränsade kredittillväxten.

För landet som helhet brukar kvantitativa lättnader ibland beskrivas som en "asset swap". En skuld i form av statsobligationer transformeras till en skuld för centralbanken i form av bankreserver. Centralbanken är ju en del av staten även om den på pappret anses oberoende. I diagram 3 syns tydligt sambandet mellan Feds tillgångsköp och bankreserver. Sedan i februari 2020 har Fed

exempelvis köpt statsobligationer för 2 900 miljarder dollar. Bankreserverna har samtidigt ökat med 2 600 miljarder.

Amerikanska centralbankens balansräkning

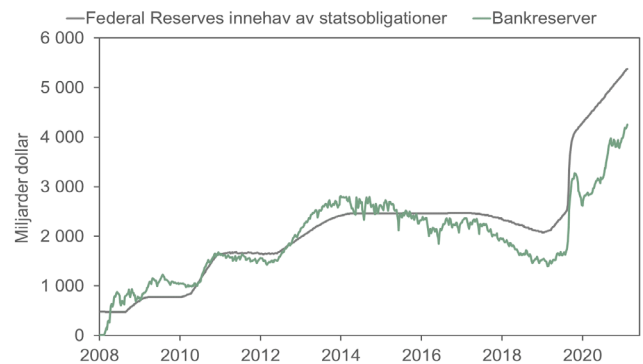


Diagram 3

Källa: Federal Reserve & Aktie-Ansvar

Kvantitativa lättnader har därmed inte någon direkt inverkan på penningmängden i ekonomin. Istället skapas nya pengar via en knapptryckning när en bank ger ut ett lån. Lånet blir en tillgång i bankens balansräkning och en skuld för låntagaren. Lånebeloppet sätts in på ett konto. Pengarna på kontot blir då en skuld för banken och en tillgång för låntagaren. Låntagaren kan nu börja spendera pengarna. Penningmängden har ökat. Banken lånar ut så länge 1) det finns efterfrågan 2) den förväntade vinstmarginalen på lånet är tillräckligt hög och 3) låntagaren bedöms kunna återbetala lånet vid förfall samt betala den avtalade räntan under löptiden.

En bieffekt av kvantitativa lättnader är att bankernas balansräkningar sväller när centralbanken köper tillgångar via banksystemet (av en bankkund). Sist i appendix finns en bild som förklarar varför så är fallet för den som tvivlar. Om den vanliga utlåningen inte ökar i motsvarande takt kommer värdepapper att utgöra en allt större andel av låneportföljen, vilket illustreras i diagram 4.

Amerikanska bankers lån & värdepapper som andel av totala krediter

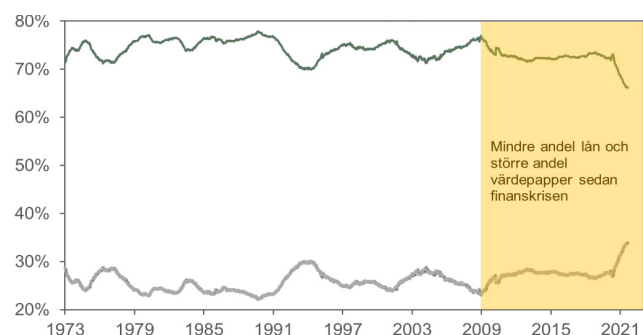


Diagram 4

Källa: Federal Reserve & Aktie-Ansvar

¹ Vilket påpekats i ett flertal avsnitt av Econtalk med Russell Roberts.

Centralbanken kan faktiskt inte kontrollera penningmängden i den reala ekonomin. Den kan påverka genom att bland annat styra det allmänna ränteläget. Det viktiga är att nya pengar primärt skapas av banksystemet. Det är därför svårt att uppnå hög inflation i en ekonomi med avtagande kreditstillväxt. Bankutlåning är därmed en faktor som bör ingå i inflationsbevakningen. Just nu är det ingen kreditstillväxt alls, vilket belyses i diagram 5.

Amerikanska bankers kreditstillväxt

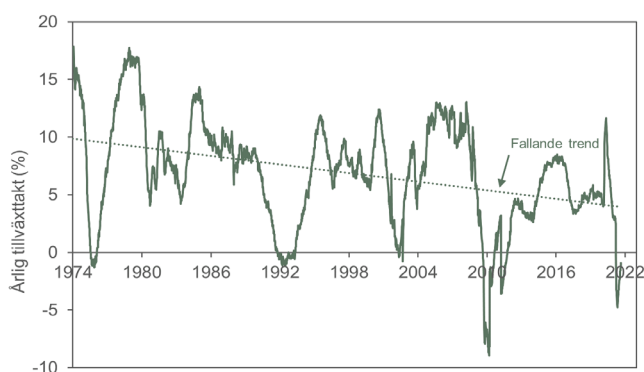


Diagram 5

Källa: Federal Reserve & Aktie-Ansvar

Det spelar också roll vilken kategori lån som växer. Sverige har exempelvis haft en god kreditstillväxt (lite för god) även under perioden sedan finanskrisen, men nästan all kreditutgivning har varit i form av bolån. Då blir det inte någon vidare inflation i konsumentpriserna, men en svindlande inflation på bostadsmarknaden.

Expansiv finanspolitik

Stora budgetunderskott anses också leda till inflation, men det finns egentligen ingen anledning till att så skulle vara fallet. Staten är bara en av flera sektorer i ekonomin. Om staten stimulerar samtidigt som hushåll och företag drar åt svångremmen – vilket normalt sker i en lågkonjunktur – skapas inget vidare inflationstryck eftersom den privata sektorn är större. Statens negativa sparande finansieras dessutom av ett positivt sparande i privat sektor (eller via utlandet). Ju större budgetunderskott, desto större andel av inkomsterna sparas av hushåll och företag. Inga nya pengar skapas således i ekonomin. Det finns därför ingen meningsfull relation mellan budgetunderskott eller skuldsättning och inflationsstakten i modern tid.

Diagram 6 belyser sambandet mellan förändringen i statens skuldsättning under de senaste 20 åren och den årliga inflations takten i 25 länder.² Det lilla samband som finns antyder det motsatta (men är inte statistiskt säkerställt). Tre länder avviker från de övriga. Ungern har inte ökat skuldsättningen speciellt mycket men har samtidigt haft klart högre inflationstakt, vilket sannolikt förklaras av att ekonomin

² Fördelen med att använda förändring i statsskuld istället för budgetunderskott är att den senare kan manipuleras. D.v.s. det finns viss flexibilitet kring vad som inkluderas i budgetunderskottet.

³ Ungern är även det land som innehar rekordet i hyperinflation. Över 200 procent dagligen under en period efter Andra världskriget enligt Ekonomiska museets utställning om hyperinflation.

är mindre utvecklad och att de har misskött sig historiskt.³

Japan och Schweiz, de två länderna med lägst inflationstakt under perioden, är också de två ytterligheterna när det gäller förändring i statens skuldsättning. Den ena har minskat skuldsättningen och den andra har mer än fördubblat den.

Samband mellan förändring i statsskuld & inflation i 25 OECD-länder senaste 20 åren

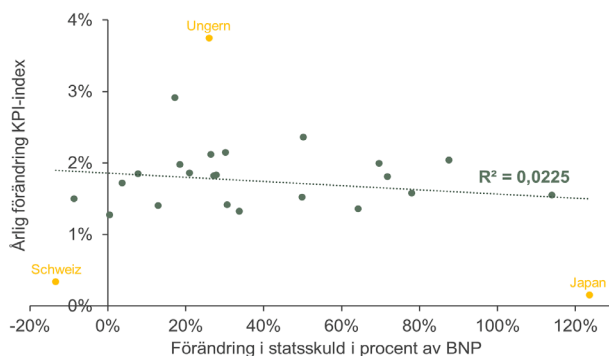


Diagram 6

Källa: OECD & Aktie-Ansvar

Japans budgetunderskott har varit nästan 6 procent under perioden, vilket är mycket när ekonomin växer med mindre än 1 procent. Stora budgetunderskott kan medföra ett kortsiktigt uppsving i inflationsstakten. Exempelvis förekom budgetunderskott på 60 till 70 procent under flera år i europeiska länder med inflationsproblem på 1920-talet.⁴ Men hög skuldsättning tenderar att skapa deflationstryck på sikt. Så frågan är när dåligt skötta statsfinanser faktiskt blir ett inflationsproblem?

Dagens situation

När fiskala stimulanser är utformade så att en betydande mängd pengar når den privata sektorn och budgetunderskottet finansieras av centralbanken istället för den privata sektorn, skapas faktiskt också nya pengar i den reala ekonomin. Staten kan därmed också öka penningmängden i ekonomin om den samarbetar med centralbanken. Detta gjordes under pandemin – speciellt i USA – i en sådan utsträckning att kontraktionen i privat kreditutgivning mer än neutraliserades. Samtidigt drog företagen i handbromsen i väntan på fallande efterfrågan. Efterfrågan återvände dock rekordsnabbt. Istället påverkades utbudet av vissa varor och tjänster av nedstängningar och andra restriktioner, vilket gjorde att priserna pressades upp. Ett skolboksexempel på parallellförflyttningar i både efterfråge- och utbudskurvan till ett nytt högre jämviktspris.⁵ Den stora frågan nu är om det här är övergående.⁶

Huvudscenariot de kommande åren är att flaskhalsarna förflyttar sig från produktionsledet till politiken. Då kommer utbudet tillbaka, nya fiskala stimulanser blir svåra att genomföra samtidigt som centralbankerna trappar ned krisåtgärderna.

⁴ Capital Economics "What has driven periods of higher inflation in the past?"

⁵ Steg 1: efterfrågekurvan flyttas vänster, utbudskurvan följer efter och kvantiteten minskar men priset är oförändrat. Steg 2: efterfrågekurvan skiftar tillbaka åt höger snabbare än utbudskurvan. Nu produceras samma kvantitet som i utgångsläget men till ett högre pris.

⁶ Med övergående menas att inflationsstakten bromsar in. Inte att priserna ska falla tillbaka till samma nivåer som i följ.

Inflationstakten avstannar och ekonomin beter sig ungefär som före pandemin. Skulle ekonomin sen försvagas kan det på nytt bli deflationsoro som (kortsiktigt) dominerar debatten.

Det kanske inte blir så. Hur som helst verkar det alltmer troligt att saker och ting kan förändras längre fram. Utsikterna för inflationen är klart osäkrare nu än före pandemin.

Flera långsiktiga trender som strukturellt har pressat ned inflationstakten kan vara på väg att vända. Flytt av produktionen tillbaka till mogna ekonomier medför högre kostnader. Minskad världshandel och grön omställning likaså. Ökad fördelningspolitik skulle innebära mer pengar till dem som konsumerar en större andel av inkomsten. Om centralbankerna får ytterligare mål utöver låg inflation och finansiell stabilitet urholkas trovärdigheten. Den här typen av förändringar skulle tillsammans med fortsatta stimulanser och utbudsstörningar medföra att inflationstakten blir högre. Det kanske inte ens krävs nya stimulanser om bankutlåningen⁷ kommer igång.

Ju längre en inflationsspiral tillåts fortlöpa desto extremare åtgärder krävs för att häva den. **Inflation har en betydande psykologisk komponent.** Det är bland annat därför den är så svår att förutspå. Som investerare gäller det att noggrant följa utvecklingen och justera portföljen (eller förväntningarna). Det är nu dags att flytta fokus till hur avkastningen på tillgångar påverkas av inflation.

⁷ Man kan också tänka sig att staten går in och garanterar banklån eller på annat sätt kontrollera kredittillväxten i banksystemet, vilket gjordes till viss utsträckning förra året.

Del 2: Avkastning i inflationstider

Att obligationer presterar dåligt i en inflationsmiljö är intuitivt. Det reala värdet på både det nominella beloppet och kupongen urholkas. Vanligtvis stiger räntorna vilket även pressar ned priset och minskar den nominella avkastningen. Generellt sett klarar sig obligationer med kortare löptid eller med rörlig ränta bättre. Den senare saknar dock lång historik.

Vid första anblick kan det tyckas att aktier borde vara ganska immuna eftersom en högre inflationstakt medför en snabbare försäljningstillväxt, men det visar sig att andra faktorer trumfar över detta. När inflationstakten är högre blir den mer volatil - speciellt när den når över 5 procent - vilket skapar större osäkerhet. Det blir svårare att planera och investera. Många företag har också svårt att föra vidare ökade kostnader till sina kunder, vilket sätter press på vinstmarginalerna. Inflation gör även att vinster överskattas eftersom avskrivningar underskattas.⁸

Högre inflation pressar även ned värderingen på aktier. Empiriskt har en KPI-takt på 0 till 4 procent varit förenligt med de högsta värderingsnivåerna på amerikanska aktier de senaste 150 åren. I diagram 7 plottas istället Feds favoritmått, Core PCE Index (x-axeln), tillsammans med Shillers cykliskt justerade P/E-tal (y-axeln). Sambandet är negativt. När Core PCE överstiger 2,7 procent i årstakt har P/E-talet exempelvis aldrig varit över 22 – det vill säga, förrän 2021. Många tror att det här är mindre relevant idag då centralbankerna explicit har sagt att de kommer tillåta att inflationen överskrider målet en tid. Samtidigt är historien full av tillfällen där beslutsfattare resonerade på liknande sätt. Till syvende och sist tvingas de till slut alltid att agera.

Samband mellan P/E-talet och S&P 500 & kärninflation i USA 1960-idag

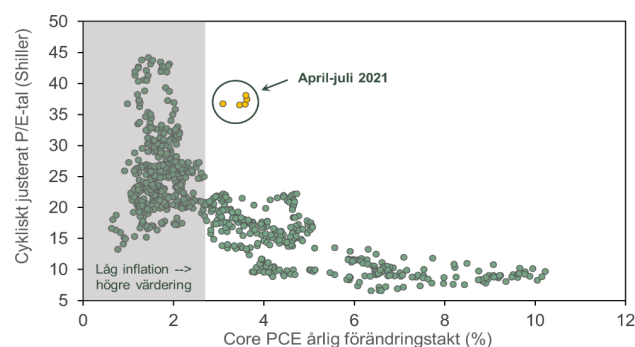


Diagram 7

Källa: Robert Shiller, Bloomberg & Aktie-Ansvar

⁸ Det har förklarats ingående av bl.a. Andrew Smithers i boken "Wall Street Revalued" och Jesse Livermore (pseudonym) via OSAM, The Earnings Mirage: Why Corporate Profits are Overstated and What It Means for Investors | O'Shaughnessy Asset Management (osam.com).

Många "analyser" på ämnet nöjer sig med att dra slutsatser baserat på hur tillgångar presterade under 70-talet, men 70-talet är bara en specifik period som i mångt och mycket var speciell. En del andra studier tittar på hur tillgångar har presterat i perioder när inflationstakten har varit över en viss nivå utan hänsyn tagen till vägen dit. Om inflationstakten är 5 procent är det ju en väsentlig skillnad om den var 2 eller 8 procent ett år tidigare. Givet utgångsläget, är det därför mer relevant att titta på avkastningen på tillgångar när inflationstakten accelererar från låga till höga nivåer.

I en vetenskaplig artikel i Journal of Portfolio Management undersöker Dukeprofessorn Campbell Harvey tillsammans med fyra personer från hedgefondförvaltaren Man Group just detta (hädanefter refererad till som Man Group).⁹ Rapporten är bland det bästa som har skrivits i ämnet och resultatet ligger till grund för mycket av det som skrivs här. Man Group definierar en inflationsperiod på följande eleganta sätt:

Inflationsperiod: Perioden inleds den månad årstakten överskrider 2 procent och sedan accelererar till minst 5 procent. Perioden avslutas den månad som årstakten når ett maximum utan att någon gång ha fallit med mer än 50 procent från den rullande toppnoteringen de senaste 24 månaderna. Detta tillåter att inflationstakten kan vara volatil på höga nivåer utan att perioden avslutas. Accelerationen i inflationstakten måste även pågå i minst sex månader.

Det som är extra spännande är att USA just nu kan befinna sig i en sån här inflationsperiod. Allt som krävs är att inflationstakten accelererar till en årstakt som överskrider 5,4 procent utan att innan dess falla till en takt på under 2,7 procent de kommande 22 månaderna. Nuvarande period uppfyller alltså inte ännu sexmånaderskravet. Även Storbritannien är riktigt nära att uppfylla kriterierna i skrivande stund.¹⁰

Man Group fokuserar på USA, Storbritannien och Japan under perioden 1926 till 2020. USA har genomgått åtta sådana här inflationsperioder, vilka utgör 19 procent av tiden. Motsvarande siffror för Storbritannien är fjorton perioder och 34 procent av tiden, medan de för Japan är tolv och 22 procent. Perioderna överlappar endast marginellt med lågkonjunkturer. För varje tillgång används den lokala inflationstakten för att definiera perioderna och alla avkastningssiffror är i lokal valuta.

Traditionella tillgångar

I tabell 1 sammanfattas avkastningen på traditionella tillgångar under inflationsperioder, övriga perioder och för hela perioden. Dessa tillgångar utgör merparten av sparares portföljer.

⁹ Neville, H., T. Draaisma, B. Funnell, C.R. Harvey and O. Van Hemert. 2021. "The Best Strategies for Inflationary Times." *The Journal of Portfolio Management* 47 (9). Tillgänglig att ladda ned här: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3813202

¹⁰ För Storbritannien används RPI-index på grund av den längre historiken. RPI har ofta varit högre än KPI och kan vara en anledning till att de har haft fler inflationsperioder.

Sammanfattningsvis har alla tillgångar gett en sämre årlig avkastning under inflationsperioder än under övriga perioder. Den reala avkastning har också varit markant sämre och negativ för samtliga tillgångar under inflationsperioder (Brittiska aktier är -0,3 procent). Något förvånande är att den amerikanska tioåriga statsobligationen har klarat sig bättre än amerikanska aktier i inflationstider, vilket inte har varit fallet i varken Storbritannien eller Japan.¹¹ För att knyta an till diagram 7 är det värt att framhäva att aktievärderingen i USA i genomsnitt har sjunkit 22 procent under inflationsperioder. Under övriga perioder har den stigit 54 procent.¹²

Årlig avkastning olika tillgångar i inflationsperioder 1926-2020

Tillgång	Nominell avkastning			Real avkastning		
	Inflations- perioder	Övrig tid	Hela perioden	Inflations- perioder	Övrig tid	Hela perioden
Aktier:						
USA	0%	12%	10%	-7%	10%	7%
Storbritannien	8%	11%	10%	0%	8%	5%
Japan	11%	11%	11%	-10%	8%	3%
Tioårig statsobligation:						
USA	3%	6%	5%	-5%	4%	2%
Storbritannien	5%	7%	6%	-3%	5%	2%
Japan	4%	7%	6%	-16%	4%	-1%
Företagsobligationer:						
Investment Grade USA	0%	8%	6%	-7%	6%	3%
High Yield USA	0%	8%	7%	-7%	6%	4%

Tabell 1

Källa: Man Group, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Att byta från statsobligationer till företagsobligationer har inte heller varit någon höjdare för den som har inflationsfobi. Företagsobligationer har klarat sig ännu sämre. För aktieinvestorer har det dessutom varit svårt att hitta någonstans att övervintra. Man Group presenterar data på 49 subsektorer på amerikanska aktier. Mjukvarusektorn ser ut att ha presterat allra sämst med minus 20 procent årligen i real avkastning, tätt följt av fastighetsaktier och leksakstillverkare. Endast fyra sektorer har haft positiv real avkastning i inflationsperioder. Medicinsk utrustning och oljesektorn avkastar knappt positivt men har samtidigt gett en god avkastning under övriga perioder. Guld- och kolsektorn har förvisso avkastat 7 respektive 5 procent reallt årligen i inflationstider, men de har knappt gett någon avkastning alls under övriga perioder. Kolaktier någon?

Tillgångar i Storbritannien har klarat sig bättre i inflationstider. Man Group förmodar att det har att göra med att pundet har tillåtits falla i värde, vilket har hjälpt ekonomin och exportföretagen. Det vore i så fall positivt för svenska tillgångar i och med att Sverige har (haft) en liknande strategi. Den här förvaltaren misstänker att två andra saker också spelar in:

sektorkompositionen (mycket råvaror) samt det faktum att inflationsperioderna utgör en större andel av tiden i Storbritannien, vilket delvis kan bero på valet av inflationsmått.

Japan är det enda landet av de tre som har genomgått en period av hyperinflation – under och efter Andra världskriget. Det här får ganska stor effekt. Under den perioden föll aktier 19 procent och statsobligationer steg 22 procent. Tyvärr medförde inflationen på 1 423 procent att den reala avkastningen under perioden blev minus 95 respektive 92 procent. Exkluderas den perioden förbättras den reala avkastningen markant i inflationsperioder.

Klassiska inflationstillgångar

Tillgångar såsom fastigheter, realränteobligationer och råvaror¹³ har ett rykte som inflationshedge. Diagram 8 belyser utvecklingen för de med längst historik i inflationsperioder, övriga perioder och mått över hela perioden. Det är värt att förtydliga att det, precis som tidigare, är total avkastning som presenteras. Inte bara prisförändringar. Samantaget har alla dessa tillgångar givit högre nominell avkastning i inflationstider än i övriga perioder. Däremot är det endast råvaror som också har presterat bättre i reala termer. Realränteobligationen, vars nominella värde och kupong ökar i takt med inflationen, har historiskt sett inlett inflationsperioderna med en realränta på 2,4 procent. I dagsläget är realräntan minus 0,9 procent, vilket innebär att investerare låser in en negativ realavkastning framgent.

Årlig avkastning olika tillgångar i inflationsperioder 1926-2020

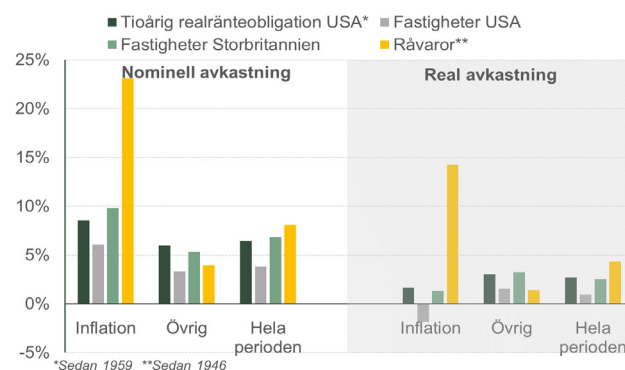


Diagram 8

Källa: Man Group, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Råvarors fantastiska egenskaper som inflationshedge kräver dock en mer detaljerad diskussion. Man Group redovisar data på 16 olika råvaror.

¹¹ Endast trettiotioåringen (ej i tabell) och IG-obligationer har avkastat sämre än aktier i USA.

¹² Förvaltarens uträkningar.

¹³ Utvecklingen på råvaror är uppdelad baserat på amerikanska inflationsperioder, vilket känns rimligt.

Historiken är dock ofullständig, vilket gör att resultatet är osäkert per råvara, men klart bättre för råvaror som helhet. Många råvaror lider också av liknande problem som de amerikanska subsektorerna som presterade väl i inflationsperioder. Nämligen att de presterar dåligt under övriga perioder. Silver har exempelvis avkastat drygt 12 procent realt årligen i inflationsperioder, men under övriga perioder sjunker det till minus 5 procent. Det betyder att en investerare måste vara väldigt säker på att inflationen ska accelerera för att en investering i silver ska löna sig. Guld är i så fall klart bättre med sina 13 respektive minus 1 procent realt.

I förra strategirapporten¹⁴ om aktier betonades vikten av att förstå varifrån avkastningen kommer. I diagram 8 ovan används likvida terminskontrakt för att investera i råvaror. Det finns då tre källor till avkastning. Utvecklingen för själva råvaran, vinst/kostnad för att regelbundet rulla terminskontrakten när de förfaller samt räntan på säkerheterna – normalt sett statsskuldväxlar. Under merparten av de historiska inflationsperioderna har rullningen av terminskontrakten ökat avkastningen med flera procentenheter årligen. Under de senaste tjugo åren har detta inte varit fallet. Istället har rullningarna subtraherat flera procentenheter.¹⁵ Samtidigt är räntan på statsskuldväxlar nu runt noll jämfört med mellan 4 och 5 procent historiskt. Detta innebär att det vore orimligt att anta samma goda utveckling för råvaror i nästkommande inflationsperiod. Det skulle åtminstone kräva att råvarupriserna ökar betydligt mer än historiskt.

Man Group tittar även på marknadsneutrala aktieportföljer i USA. Två typer av aktier som har klarat sig bättre i inflationstider är värdeaktier och kvalitetsaktier, vilka båda utgör viktiga byggstenar i Saxxum Aktivs portfölj. Det finns även indikationer från Goldman Sachs att aktier i tillväxtmarknader har presterat väl i inflationstider, men den analysen är inte lika robust.¹⁶ Däremot borde värdeaktier i tillväxtmarknader kunna prestera väl, både i inflationstider och i övriga perioder då denna grupp aktier helt enkelt är för billiga. Speciellt relativt allt annat.

Svenska tillgångar¹⁷

Sverige ingår sällan i rapporter som publiceras i fina akademiska tidsskrifter inom finans. Sverige är ett litet och oviktigt land utifrån sett. Samtidigt består svenska sparportföljer nästan uteslutande av svenska värdepapper (s.k. home bias). Liknande statistik för Sverige vore därför önskvärd. Rimligtvis har tillgångar i en liten öppen ekonomi, där valutan ofta har fått agera krockkudde och som dessutom har varit förskonad från krig, klarat sig något bättre när inflationstakten accelererar. Lite mer i linje med Storbritannien.

I diagram 9 åskådliggörs de elva inflationsperioderna för Sverige enligt samma definition som tidigare. Dessa perioder utgör 24

procent av tiden sedan 1926 och den senaste perioden avslutades 1991. Sverige har således inte upplevt någon period med accelererande inflation på 30 år, även om det var nära både 1993 (för kort) och 2008 (för lågt maximum).

Svenska inflationsperioder sedan 1926

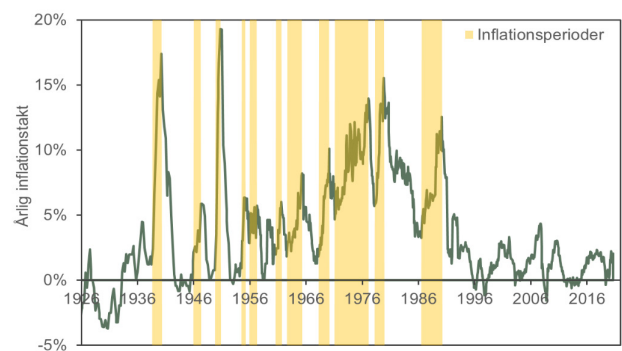


Diagram 9

Källa: SCB & Aktie-Ansvar

Resultatet för Sverige blev lite av en blandning mellan USA och Storbritannien och illustreras i diagram 10. Både aktier och statsobligationer har avkastat positivt i nominella termer under inflationsperioder, men samtidigt klart sämre än i övriga perioder. Båda tillgångarna har gett negativ real avkastning, men aktier har i snitt avkastat 1,6 procentenheter bättre än statsobligationer i perioder av accelererande inflation. Differensen mellan perioderna är dock större för aktier än för statsobligationer i både nominella och reala termer. Det är också värt att notera att merparten av överavkastningen på aktier jämfört med statsobligationer har skapats under perioder med låg eller avtagande inflationstakt, inte under inflationsperioder.

Årlig avkastning på svenska inflationsregimer 1926-2020

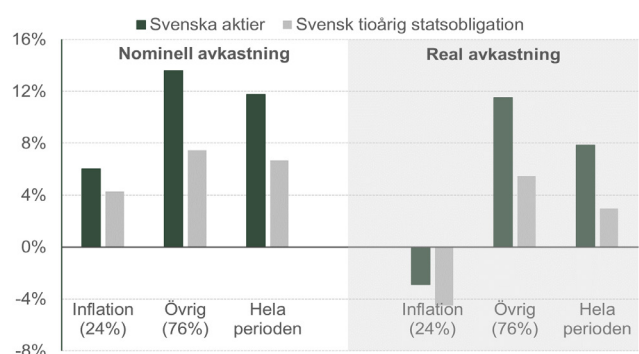


Diagram 10

Källa: SCB, Riksbanken, Bloomberg, Datastream & Aktie-Ansvar

¹⁴ Länk: [investeringsstrategi_q12021_pederdu_rietz.pdf](https://www.aktieansvar.se/investeringsstrategi_q12021_pederdu_rietz.pdf) (aktieansvar.se)

¹⁵ GMO skrev om detta nyligen:

Part 2: What to Do in the Case of Sustained Inflation (gmo.com)

¹⁶ "The Balanced Bear and Inflation Despair – Risks from Reflation." Goldman Sachs, 2021-02-22.

¹⁷ Alla beräkningar och analyser i den här sektionen är genomförda av förvaltaren.

Svenska fastigheter är inte inkluderade i diagram 10 eftersom det inte finns lämplig data för stora delar av perioden. Det är dock värt att poängtera att fastighetspriserna var oförändrade i reala termer i Sverige mellan 1957 och 1997 när Sverige genomgick många inflationsperioder. Det är således rimligt att anta att även svenska fastigheter har avkastat klart bättre i perioder med låg eller fallande inflationstakt. Det är även värt att notera att om perioden kring Första världskriget skulle inkluderas faller avkastningen på svenska tillgångar markant. Svensk inflation nådde då en topp på ca 45 procent i årstakt.

Avslutande reflektioner

Under senare år har beslutsfattare och nationalekonomer regelbundet propagerat för högre inflationstakt. Risker för deflation blir annars för höga sågs det. Detta är något förbryllande. Inflationstakten har till stor del pressats ned av strukturella faktorer, varav vissa faktiskt har höjt det allmänna välbefindandet. Globalisering och teknisk utveckling är bra exempel. Den elakartade deflationen har historiskt sett inträffat efter stora fall i tillgångspriserna, vilket då har försämrat solvensen i privat sektor. Politik som eldar på tillgångspriserna till ohållbara nivåer är därför istället det som borde oroa. Högre inflationstakt har sällan inneburit några större fördelar. För sparare kan det till och med vara förödande.

Avsikten med den här rapporten är till viss del att etablera ett ramverk för att uppskatta inflationsrisken. Stort fokus har lagts på hur nya pengar skapas i ekonomin eftersom det råder stor förvirring inom det området – delvis på grund av kvantitativa lättnader. Problemet är att perioder av accelererande inflation är förknippade med att folk ändrar sitt beteende. Detta gör dem svåra att förutspå. Däremot går det till viss del att bedöma förutsättningarna. Slutsatsen är att risken för inflation nu är högre än före pandemin.

Det är betydligt svårare än många tror att skydda det reala värdet på portföljen i perioder när inflationstakten accelererar. Traditionella tillgångar har historiskt sett inte levererat i sådana perioder och typiska inflationstillgångar har sämre förutsättningar nu än tidigare. Givet att värderingarna är på eller nära rekordnivåer, vore det också orimligt att anta att en framtida inflationsperiod skulle orsaka mindre skada på portföljen än historiskt.

En viss förändring i allokeringen från traditionella tillgångar till råvaror är lämplig om, och endast om, sannolikheten för accelererande inflation är väldigt hög. I skrivande stund är den hög, men inte tillräckligt hög. Risken med råvaror är ju att avkastningen blir bedräglig om inflationstakten inte tar fart. Bedömningen är att exempelvis värdeaktier, speciellt i tillväxtmarknader, är ett mindre riskfyllt sätt att göra portföljen mer robust i inflationstider. Den kanske inte blir lika robust, men inte heller lika beroende av att inflationen perfekt förutspås.



PEDER DU RIETZ, CFA

Peder Du Rietz har en bakgrund som handlare i statsobligationer hos Goldenberg, Hehmeyer & CO i London samt som makrostrateg hos Garantum Fondkommission. Sommaren 2015 tog Peder över ansvaret som förvaltare av *Aktie-Ansvar Saxxum Aktiv*.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Peders syn på marknaden?

Det gör du enklast via hans månadsrapporter, strategirapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev. Du kan även följa Peder via Twitter.

Peder Du Rietz på Twitter >

Senaste månadsrapporterna >

Senaste strategirapporterna >

Appendix

Olika typer av inflation

Kostnadsinflation (cost-push)

En ökning i produktionskostnaderna tvingar producenter att höja priserna, vilket leder till stigande inflation. Det kan vara allt ifrån stigande priser på råvaror till högre arbetskostnader, skatter eller importerad inflation på grund av att valutan har deprecierat.

Efterfrågeinflation (demand-pull)

Ett scenario där efterfrågan växer snabbare än utbudet, vilket medför ett ökat inflationstryck. Den här typen av inflation inträffar normalt sett i slutet av en högkonjunktur.

Löneinflation

Inflation som drivs av en för snabb löneutveckling (relativt produktivitetstillväxten). Brist på arbetskraft, regleringar, inflytserika fackföreningar med mera är tänkbara orsaker. En typ av kostnadsinflation.

Tillgångsinflation

Inflation i tillgångspriser. Svenska bostadspriser sedan mitten av nittioalet är ett bra exempel i skrivande stund. Bottnar oftast i en för expansiv penningpolitik och en för snabb kreditutgivning.

Cyklisk inflation

Den andel av inflationstakten som kan härledas till svängningar i den ekonomiska cykeln. I modern tid, primärt efterfrågeinflation med inslag av kostnadsinflation (framför allt löneinflation), men det behöver inte vara så.

Strukturell inflation

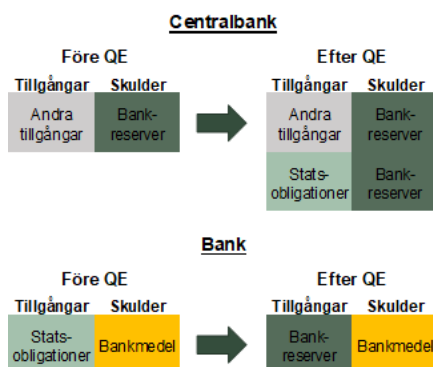
Den andel av inflationstakten som INTE kan härledas till svängningar i den ekonomiska cykeln. Långsiktiga trender i variabler såsom demografi, globalisering, politik, institutionernas trovärdighet, teknisk utveckling, skuldsättning, förmögenhetsklyftor etc.

Hyperinflation

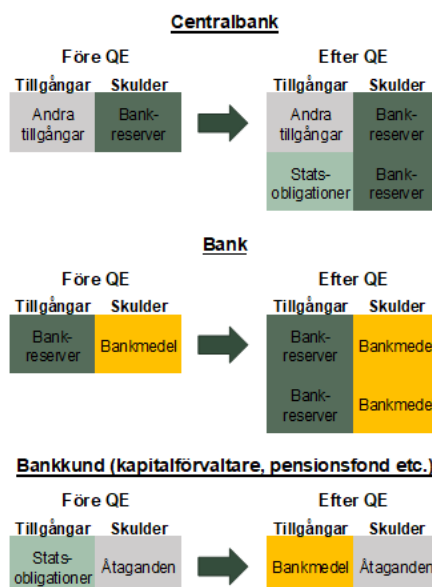
En situation där strukturell inflation eskalerar och leder till en total kollaps i förtroendet för beslutfattare, institutioner och därmed den lokala valutan. Ofantliga budgetunderskott som finansieras av centralbanken är en viktig del, ofta i kombination med korruption och krig. Invånare vänder sig till utländska valutor, guld och byteshandel. Hyperinflation definieras vanligen som en inflationstakt på minst över 50 procent i månaden eller 500 procent om året.

Så påverkas olika aktörers balansräkningar av kvantitativa lättnader (QE)

1. Centralbanken köper statsobligationer av banken



2. Centralbanken köper statsobligationer av bankkund



Källa: Bank of England & Aktie-Ansvar