



Guldaktier

Derfor er de interessante

Af Morten Springborg

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- Både det makro- og mikroøkonomiske miljø er gunstigt for guld, så med god aktieudvælgelse kan man i dag optimere det risikostjusterede afkast med tilføjelse af guldaktier til porteføljen.
- Investering i guld har altid været en makro-handel, som kun fungerer i bestemte makroøkonomiske miljøer – og det miljø er gunstigt for guld i dag. Dertil kommer, at de mikro-økonomiske forhold for guldselskaberne også er bemærkelsesværdigt gunstige, så der er grund til at være rigtig optimistisk for guldinvesteringer.

Hvorfor investere i guld?

Man investerer ikke i fysisk guld for at blive rig, men for at passe på sine penge, for guld bibeholder sin købekraft over tid. Omvendt investerer man ikke i guldselskaber for at passe på sine penge – men for at tjene penge.

Guldsektoren har generelt leveret flotte afkast de seneste år, og er i 2020 steget i forhold til et aktiemarked, der er faldet. Dog skal man være klar over, at der er en kolossal forskel i kvalitet mellem forskellige selskaber. Ledelseskvalitet, geografisk risiko, levetiden af miner samt omkostnings- og vækstprofiler adskiller sig markant fra selskab til selskab, og aktieudvælgelse er alfa og omega i sektoren.

Nøje udvalgte guldaktier fungerer godt i samspil med andre typer af aktier, da de som regel er lavt eller negativt korrelerede. De giver derfor glimrende diversifikation, medvirker til at stabilisere risikoen og optimere afkast.

De fleste aktiemarkeder kommer til at se fald i indtjeningen (Earnings Per Share) på 40-50 pct. i 2020. Selvom der er grund til at være optimistisk om det langsigtede potentiale i aktiemarkedet, er det usikkert, hvornår vi endeligt er kommet på den anden side af coronakrisen.

Omvendt vil stærke guldselskaber opleve den bedste af alle verdener i den kommende tid. Dels er guldprisen meget høj og i et nyt bull-marked drevet af pengeprintning og uholdbare offentlige finanser. Men lige så vigtigt oplever selskaberne faldende omkostninger. Dels er dollaren

stærk, hvilket er godt for guldminer i andre lande end USA, og dels er energipriserne kollapsede. Da energi typisk er den største udgift for et guldmineselskab, har det meget stor betydning for lønsomheden. Det er sandsynligt, at guldselskaberne i 2020 kommer til at levere en lønsomhed og frit cash flow, som aldrig er set tidligere. For nok første gang i nyere historie kan man rent faktisk tale om, at mange af selskaberne er billige målt på cash flow.



Man investerer ikke i fysisk guld for at blive rig, men for at passe på sine penge, for guld bibeholder sin købekraft over tid.

Skepsis blandt investorerne er enorm – et ”barbarisk relikvie”, som Keynes kaldte det – og kendskabet er lavt, men heri ligger muligheden for den grundige investor. Særligt finder vi, at de såkaldte streaming- og royaltyselskaber, der udlåner til guldminer mod betaling i fysisk guld, er særligt interessante på grund af lav risiko og høj optionalitet i forretningsmodellen.

Den overordnede begrundelse for investering i guld

De seneste 20 års krisehåndteringer i USA, UK og eurozonen har fokuseret på rentesænkninger og gældsopbygning for at fremskynde forbrug fra fremtiden til nuet. Gentagne gange har centralbankerne forsøgt at normalisere pengepolitikken (reducere balancerne og hæve renterne), men som The Eagles synger i Hotel California har det vist sig at, ‘You can check out anytime you like, but you can never leave’.

Centralbankernes balancer vokser og vokser. Dette har været positivt for finansielle aktiver, da likviditeten er strømmet ind i kapitalmarkederne, men det har ikke virket i forhold til en økonomisk reflation, idet den reale økonomi i årene efter finanskrisen har været bekymrende tæt på deflation.

Derfor vil den økonomiske politik i de kommende år gå fra at have været bureaukratisk krisestyring af centralbankerne til at blive en ideologisk kampplads for politikerne. Det har været på vej i mange år, men Covid19-krisen har accelereret den udvikling. Vi ser nu de første skridt mod helikopter-penge eller mod den mere korrekte ‘akademiske’ betegnelse for fusionen af penge- og finanspolitik, Modern Monetary Policy (MMT) i både USA og UK. Og flere lande vil komme til. Centralbanken underlægges staten, og dens rolle vil være at finansiere statens udgifter.

Fortalere for MMT anfører, at lande, der kan finansiere sig i egen valuta, ingen grænse har for, hvor stort budgetunderskuddet kan være, så længe det ikke påvirker inflationsudviklingen for meget. Da vi p.t. lever i en verden, der på grund af enorm gældsætning, demografi og teknologisk acceleration er disinflationær grænsende til deflationær, vil lande, hvor centralbanken printer penge for at finansiere staten, til at begynde med formentlig have positive erfaringer med MMT, og prisen vil først skulle betales på et senere tidspunkt. Men der bliver en pris at betale, der findes ingen ‘free lunch’.

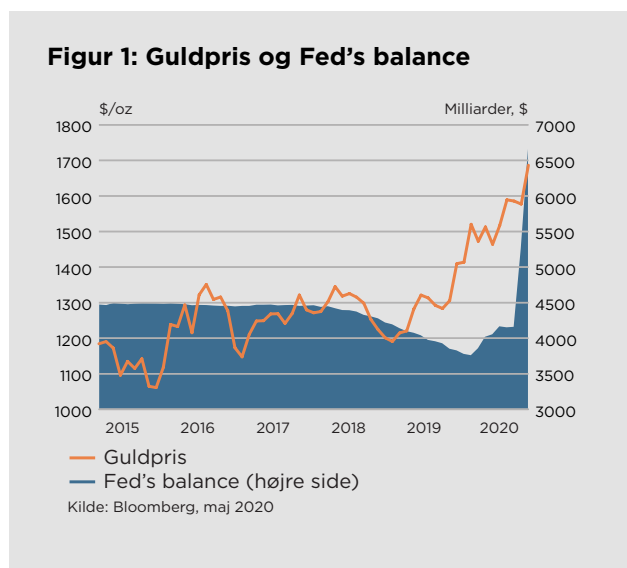


Guldprisen er steget 35 pct. det sidste år og er over de sidste 20 år steget fra 300 dollar pr. oz. til 1700 dollar i dag – 9,5 pct. om året.

Kritikere af vores synspunkt vil nok hævde, at vi lever i usædvanlige tider, og at denne krise kræver en usædvanlig stor respons, men at det er midlertidigt. Dertil vil jeg blot henlede til den amerikanske økonom Milton Friedmans udsagn om, at ‘Intet er så permanent som et midlertidigt statsprogram’. Fordi politikere meget nødtigt afgiver magt, er det nu engang lettere at trykke på knappen til seddelpressen end at føre en stram finanspolitik og opkræve højere skatter for at dække hullet efter corona-krisen og levere på fremtidige velfærdskrav.

Udviklingen i realrenten styrer guldprisen

Der er stor sammenhæng mellem centralbankernes pengeskabelse (udvanding af værdien af penge) og prisen på guld målt i udvandede penge. Således er guldprisen steget 35 pct. det sidste år og over de sidste 20 år steget fra 300 dollar pr. oz (1 oz = 28,35 g.) til 1700 dollar i dag, eller 9,5 pct. om året – i forhold til 5,5 pct. for det amerikanske aktiemarked over samme periode. Sjovt nok svarer stigningen i guld til stigningen i den amerikanske centralbanks (Fed's) balance over samme periode – se figur 1.

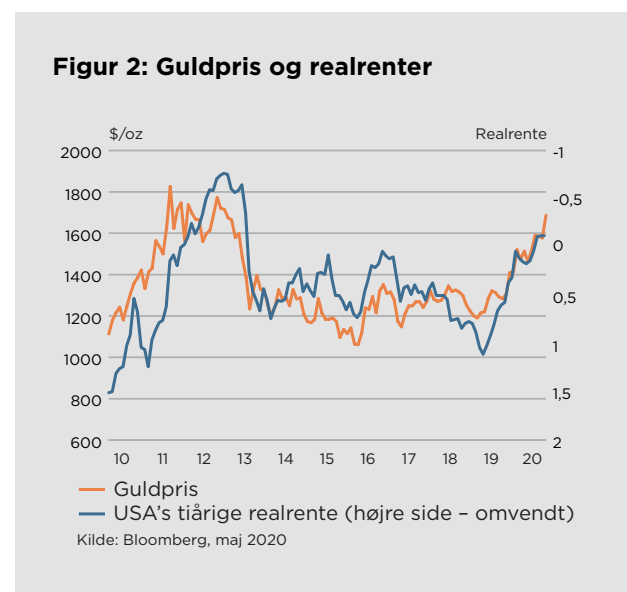


Fed's balance er steget fra 700 mia. dollar før finanskrisen (ca. 5 pct. af BNP) til omkring 4.000 mia. dollar før corona-krisen. De seneste uger er den vokset yderligere 2.000 mia. dollar, og Bank Credit Analyst forventer en balance på 11.000 mia. dollar ved årets udgang (over 50 pct. af BNP) - en tidobling af Fed's størrelse i forhold til økonomien over 12 år. I 2020'erne vil centralbankernes balancer vokse endnu hurtigere end i de sidste 10 år.

Det amerikanske budgetunderskud forventes at lande på ubegribelige 4.000 mia. dollar, eller 20 pct. af BNP i 2020. Gælden vokser ikke blot i USA men i hele verden, og centralbankerne har reduceret renterne til tæt på 0 over hele rentekurven og vil holde dem der i mange år, fordi

den enorme gæld skal inflateres væk, ligesom man gjorde efter Anden Verdenskrig. Efter Anden Verdenskrig havde man rentekurvekontrol i USA, der sikrede, at renterne var markant lavere end den nominelle vækst. På den måde voksede økonomien sig ud af gældsudfordringen. Det er også planen denne gang, men om det lykkes, er en helt anden historie.

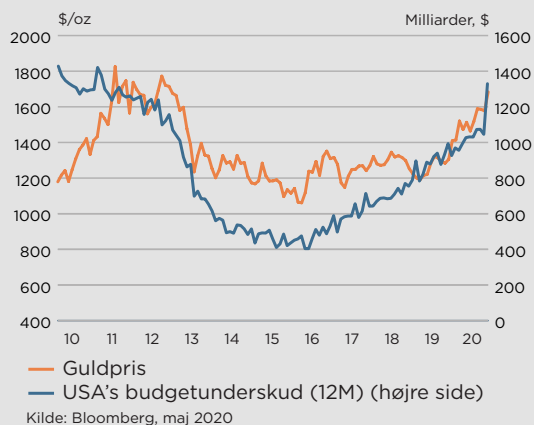
Den væsentligste faktor til forklaring af guldprisen er udviklingen i realrenten. Som figur 2 nedenfor viser, stiger guldprisen, når realrenten falder, og omvendt. Dette skyldes, at guld ikke giver et afkast, og hvis man kan få et positivt realafkast i obligationer, er alternativomkostningen ved at holde guld positiv. Realrenterne kommer til at være super lave i de kommende mange år, understøttende guldprisen, fordi staterne kontrollerer renterne og ikke kan betale højere renter på den enorme gæld, der er opbygget.



Gældsvæksten fortsætter på både kort sigt grundet recessionen, og på længere sigt, fordi de offentlige finanser er i strukturel ubalance i de fleste lande.

Velfærdsløfter bliver svære at honorere grundet aldringen af vores befolkninger. Høje budgetunderskud understøtter således guldprisen, som figur 3 på næste side viser.

Figur 3: Guldpris og budgetunderskud



Mange investorer fristes af en god investeringshistorie eller håbet om en hurtig gevinst ved at investere i enkeltaktier. Samtidigt tilsidesættes risikoperspektivet. Med afdeling Stabile Aktier prøver vi at skabe et mere forudsigeligt afkast drevet af en diversificeret portefølje af selskaber med en mere stabil, forudsigelig og stigende indtjening.

Hvordan skal man så investere i årene fremover? Svaret er, at man skal undgå obligationer og kontanter i lande med negative realrenter. Omvendt kan man investere i de få tilbageværende sunde obligationsmarkeder med positive realrenter og i realaktiver som ejendomme, (vækst)-aktier og... guld.

C WorldWide Stabile Aktier

Vores afdeling Stabile Aktier investerer globalt og spreder investeringerne i forskellige regioner og sektorer for at gøre porteføljen robust over for det uventede. Vi investerer i selskaber med eksponering til forskellige risici, og lige nu har vi en særlig interesse i guldaktier, da dette er med til at minimere porteføljerisikoen.

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af Investeringsforeningen C WorldWide. 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 retskrav, der er fastsat for at fremme investeringsanalysens 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 Investeringsforeningen C WorldWide anser for pålidelige, og Investeringsforeningen C WorldWide har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korekt som muligt. Investeringsforeningen C WorldWide kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig ikke noget ansvar for fejl eller udeladelser. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden Investeringsforeningen C WorldWides forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på 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 Q2 2020