

En värdelös klump metall

Årets tredje strategirapport handlar om guld – den äldsta tillgången av dem alla. Saxxum Aktiv började köpa guld i december 2015 och prickade i princip botten på 1 050 dollar per uns efter en fyraårig nedgång. Därefter ökades allokeringen varje tillfälle guldet genomgick en svag period. Den sista betydande ökningen skedde i augusti 2018 när priset var nere under 1 200 dollar. I månadskiftet juli/augusti minskades dock positionen från knappt 16 till drygt 8 procent av fondförmögenheten. Varför investerar fonden i guld, och varför minskades positionen då? Det här och mycket mer diskuteras utförligt i den här rapporten.

Inledning

Sedan guld började handlas i dollar i slutet av sextioalet har avkastningen varit god. Från 1968 fram till utgången av september i år har avkastningen för kroninvestering varit 9 procent årligen, jämfört med knappt 6 procent för silver. Inflationstakten har under den här perioden varit drygt 4 procent. Guld har därmed producerat en real avkastning på nästan 5 procent! I tabell 1 redovisas årlig avkastning för guld och silver i både dollar och kronor uppdelat per decennium tillsammans med inflations-takten. Perioder där den årliga värdestegringen har understigit inflationstakten är orangemarkerade och siffrorna för nuvarande årtionde är för hittills i år (alltså inte uppräknade i årstakt). Det sista decenniet innefattar ju endast nio månader än så länge.

Period	Årlig förändring i dollar			Årlig förändring i kronor		
	Guld	Silver	Inflation	Guld	Silver	Inflation
1970-talet	30,7%	33,5%	7,4%	27,9%	30,6%	8,9%
1980-talet	-2,4%	-16,6%	5,1%	1,6%	-13,2%	7,6%
1990-talet	-3,3%	0,3%	2,9%	-0,2%	3,5%	3,0%
2000-talet	14,3%	12,1%	2,5%	12,4%	10,2%	1,5%
2010-talet	3,3%	0,6%	1,8%	6,1%	3,3%	1,1%
2020-talet	24,3%	30,2%	1,3%	19,0%	24,6%	-0,1%

Tabell 1

Källa: Bloomberg, SCB & Aktie-Ansvar

Under de senaste femtio åren har guldpriset stigit varje årtionde förutom under nittioalet. På åttiotalet steg priset i kronor men kompenserade inte för inflationen. Rimligen borde en tillgång med den här typen av historik ha blivit ett populärt inslag i många portföljer, men så är inte fallet. Varför?

Guld har i modern tid ansetts vara en kontroversiell tillgång. Älskad av vissa och hatad av andra. Problemet många investerare har med guld är att det är "en värdelös klump metall". Denna klump har ingen direktavkastning eller ens någon förhoppning om framtida direktavkastning. Istället kostar den att förvara.

Det är inte heller en produktiv tillgång. Sparande i guld är därför ofördelaktigt ur ett nationalekonomiskt perspektiv. Guldets enda egentliga värde är att andra människor tycker att det har ett värde, vilket kan uppfattas som obehagligt.

Människans besatthet av guld sträcker sig dock sex tusen år tillbaka i tiden.¹ Olika civilisationer på olika platser har genom åren upptäckt metallen utan att ha någon som helst anknytning till varandra. Guld och silver har dessutom figurerat som pengar i tusentals år. Är det rimligt att tro att våra preferenser kommer ändras drastiskt i närtid? Guld är inte heller unikt med att inte producera något kassaflöde. Olika samlarobjekt har liknande problem. Ibland kan till och med samma experter som klankar ned på guld för avsaknaden av kassaflöde samtidigt gladeligen investera i ett förhoppningsbolag vars ledning inte ens har någon strategi för hur bolaget ska generera vinst. Givet den enorma missallokering av kapital som penningpolitiken har medfört känns samhällskostnaden för guldsparende som försumbar.

Obligationer till ett värde av 15 000 miljarder dollar handlas just nu till en negativ ränta, så alternativkostnaden är låg. Om guld var en värdelös klump metall, varför sitter världens tio största centralbanker tillsammans med IMF och trycker på 12 procent av allt guld som någonsin utvunnits (25 000 ton)? Att få exponering mot guldpriset är idag enklare och billigare än någonsin. Frågan är vilken typ av avkastning investerare kan förvänta sig.

Varför stiger guldpriset?

Guldpriset är svårt att förutspå precis som priser på andra finansiella tillgångar. Standardargumentet för att äga guld är att det på lång sikt har bevarat köpkraften - det vill säga att priset har stigit ungefär i takt med inflationen. Lång sikt har dessvärre under perioder inneburit längre tid än de flesta mäktar med. I diagram 1 åskådliggörs utvecklingen för det reala guldpriset sedan industrialisering. En hypotetisk investering i guld i mitten av 1800-talet gav inte pengarna tillbaka justerat för inflation förrän i mitten på sjuttioalet!

¹ Real Visions fascinerande dokumentär med Grant Williams, "GOLD: The Story Of Man's 6000 Year Obsession", finns numera gratis tillgänglig på YouTube och rekommenderas starkt.

Årligt genomsnittspris för guld i New York justerat för amerikansk inflation (dollar per uns)

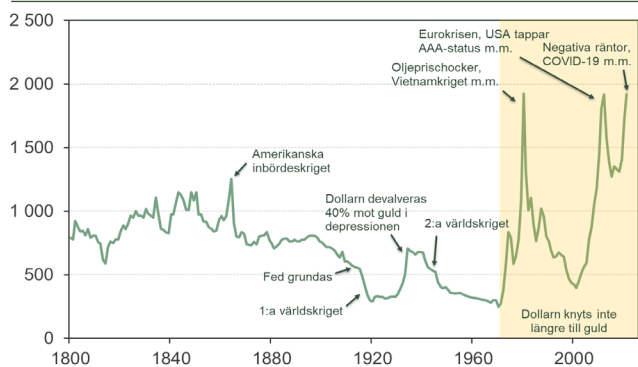


Diagram 1 Källa: Bank of England, MeasuringWorth, St. Louis Fed, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Guldet började handla i dollar 1968 och USA stängde ”temporärt” möjligheten att växla dollar till guld på 35 dollar per uns 1971.² Det reala priset började då röra sig betydligt mer och frågan är hur relevant tidigare prisdata är. Det monetära systemet i många länder, däribland USA, byggde på någon form av länk mellan valutan och guld eller silver. Mellan 1933 och 1974 var det dessutom olagligt för amerikaner att äga guld och straffbart med upp till tio års fängelse. Att merparten av den reala uppgången i guldpriset startade i samband med att guldinvesteringar legaliserades är inte så konstigt. Trenden sedan dess har varit stigande. Det är därmed fullt möjligt för guldpriset att fortsätta stiga i en snabbare takt än inflationen även framöver.

Baserat på hur guldpriset har rört sig historiskt finns det dock ingenting som styrker att guld skulle vara en effektiv inflationshedge förutom på väldigt lång sikt. Guldpriset har inte varit någon bra indikator på hur inflationen kommer att utvecklas i framtiden. En investerare med perfekt förmåga att förutspå inflationen det kommande året eller åren hade inte besuttit någon speciell talang för att förutspå guldpriset.³ Någon vidare relation mellan guldets utveckling och penningmängden (eller centralbankens balansräkning) är också svår att påvisa. Däremot finns ett historiskt samband mellan realränteutvecklingen och guldpriset, vilket belyses i diagram 2. Ju lägre realränta desto högre guldpris. I dagsläget är realräntan ungefär minus 1 procent. Ett markant högre guldpris skulle därmed kräva att realräntan måste bli flera procent negativ. Ett sådant scenario är inte omöjligt, vilket klargjordes i föregående strategirapport.⁴

Historiskt samband mellan guldpris och realränta (Månadsvisa observationer 1997 till idag)

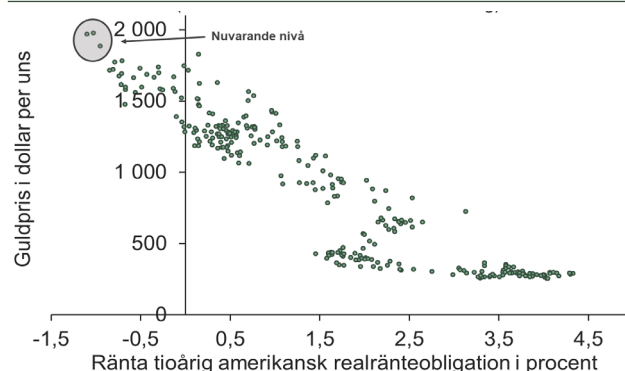


Diagram 2 Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Däremot är det tänkbart att guldpriset stiger eller faller 25 procent utan att realräntan förändras. Relationen i diagrammet skulle fortfarande vara intakt. Historiskt sett har guldpriset varit runt 400 med både 1,5 och 4,5 procents realränta. Starkare än så är inte förhållandet. Det finns dock några problem med sambandet. Dels finns det endast marknadspriser på realräntan sedan 1997 och dels är det orimligt att anta att relationen kommer att bestå i liknande utsträckning framöver. Anledningen är att guldpriset stiger över tid och realräntan tenderar att pendla kring ett långsiktigt medelvärde.⁵ Slutsatsen blir ändå att realräntan kommer att vara en viktig parameter för utvecklingen de kommande åren. Den som är positiv till guld i dagsläget måste nog samtidigt tro att realräntan kan falla ytterligare.

Ett annat angreppssätt är att försöka värdera guld. Antag att det trots allt är en inflationshedge. Det reala guldpriset blir då ett sorts värderingsmått, ungefär som ett P/E-tal för aktier. Om det här är sant borde det reala guldpriset historiskt sett ha varit en användbar variabel för att förutspå den framtida utvecklingen. I diagram 3 konkretiseras ett sådant samband genom att relatera årlig avkastning över tio år till det reala guldpriset i början av tioårsperioden. Ju lägre det reala guldpriset var vid investerings-tillfället desto högre blev avkastningen. Relationen är inte riktigt lika stark som den i diagram 2, men den är samtidigt baserad på längre historik och löper inte samma risk att försvinna med tiden.

² Enligt uppgift var tron bland beslutsfattare att det faktiskt var temporärt.

³ Claude Erb och Campbell Harvey, ”The Golden Dilemma” 2013.

⁴ Strategirapport global tillgångsallokering juni 2020, ”The Last Dance”, finns tillgänglig [här](#).

⁵ Realräntan har förvisso haft en negativ trend i 600 år, men den trenden kan inte fortgå i all oändlighet.

Historiskt samband mellan avkastning på guld och det reala guldpriset vid periodens start

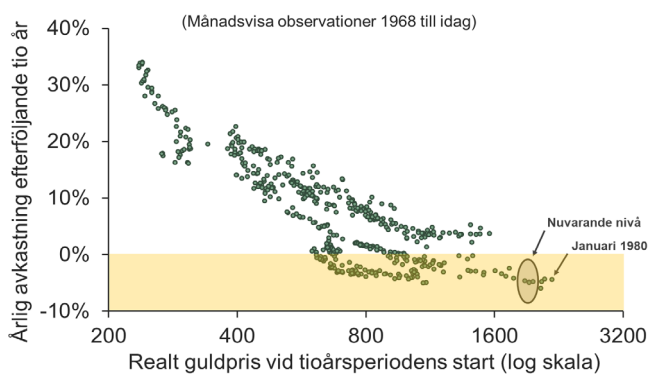


Diagram 3 Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

I skrivande stund förutspår det här sambandet att guld tyvärr kan komma att avkasta minus 5 procent årligen. Å andra sidan skulle det inte vara konstigt om avkastningen istället blir flera procent positiv. En årlig avkastning på 10 procent känns däremot osannolik. I så fall behöver antingen det nominella priset falla kraftigt eller inflationstakten accelerera markant i närtid. Diagram 3 är definitivt ett varningstecken. Finns det någon annan anledning att vara mer optimistisk än så? Ja kanske.

I diagram 4 sätts guld i relation till nominell BNP i USA sedan andra världskriget och till världens BNP sedan 1960. En stigande linje betyder att guldpriset ökar snabbare än ekonomin och vice versa. Förhållandet är som väntat volatilt, men verkar ändå betydelsefullt. För att förstå varför guldpriset på något sätt skulle vara kopplat till ekonomins tillväxt krävs lite fantasi.

Guld och nominell BNP

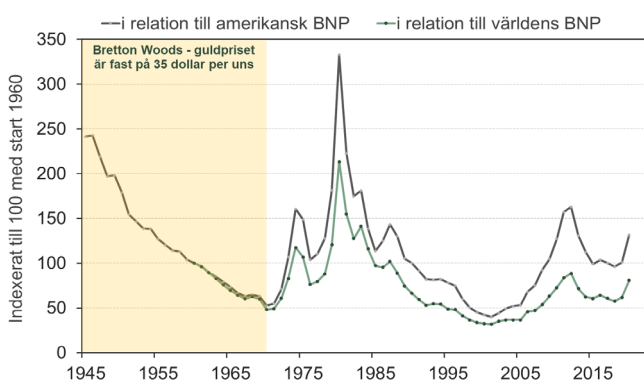


Diagram 4 Källa: Mitchell, MeasuringWorth, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Tänk er en ekonomi där inflationstakten är noll och tillväxten i de reala inkomsterna per capita är noll (så inkomsten för varje enskild individ ökar inte), men där befolkningstillväxten är positiv. Skulle guldpriset vara oförändrat över tid då eller skulle guldpriset drivas upp av att fler och fler människor vill spara i guld eller exempelvis köpa smycken? Alternativt, antag en ekonomi utan varken inflation eller befolkningstillväxt, men där de reala inkomsterna per capita hela tiden stiger på grund produktivitetstillväxt. Skulle guldpriset vara oförändrat eller skulle någon liten andel av inkomstökningen driva upp guldpriset? Den här förvaltaren tror att guldpriset skulle kunna stiga i båda dessa scenarier.

Tankeexperimentet är teoretiskt. Det är osannolikt att en modern ekonomi med real tillväxt enligt ovan inte skulle ha något inflationstryck i det längre perspektivet. Relationen mellan guld och BNP har inte heller lyckats lika väl med att förutspå den framtida avkastningen på guld som det reala guldpriset. Ett samband går dock att påvisa och det antyder några procents årlig avkastning kommande decennium. Analysen försvåras ytterligare av att utbudet på guld också har ökat med mellan 1 till 2 procent årligen – med andra ord är inflationen för guld indirekt är ca 1,5 procent. En rimlig slutsats vore därför att guldpriset stiger i lite långsammare takt än ekonomin. Historiskt sett verkar toppnivåer för guldpriset ha sammanfallit med stagnerande eller fallande guldproduktion, vilket är logiskt.⁶ Vissa guldexperter hävdar att utbudet kommer att vara svagt de kommande åren. Det skulle i så fall vara positivt för prisutvecklingen.

Varför förändrades guldallokeringen?

Vid månadsskiftet juli/augusti handlades guld på över 2 000 dollar per uns efter en uppgång på 11 procent i juli och över 30 procent hittills i år. I kronor räknat innebar det att Saxxum Aktivs guldinvestering i princip hade dubblats sedan 2015. I det läget var spekulanter extremt positivt positionerade på derivatmarknaden samtidigt som höstperioden fram till december säsongsmässigt är en svagare period för guld. I nyhetsflödet pratades det om att världens celebraste investerare Warren Buffett hade investerat i guldbolaget Barrick Gold och att polisens och brandkårens pensionsfond i Ohio har godkänt att 5 procent av portföljen kan allokeras till guld. Det var den första stora amerikanska institutionen som har tagit ett sådant beslut. Tekniskt sett var både guld och silver överköpta.

Även i det längre perspektivet var risken förhöjd. Som belystes i tidigare diagram så befann sig det reala guldpriset på historiska toppnivåer och realräntan hade sjunkit med ca en procent sedan årsskiftet. Om inte scenariot med högre inflation och ytterligare fallande realräntor (till kraftigt negativa nivåer) materialiseras kanske toppen från i början av augusti faktiskt visar sig ha varit

⁶kitco.com

en långsiktig topp. Antag att guld var ungefär rimligt värderat i början av året och att det är en långsiktig inflationshedge. Om priset sedan stiger 35 procent och inflationen ligger kvar på 1 till 2 procent årligen så kommer det i så fall att ta tiotals år för guld att växa in i värderingen. Baserat på ovan resonemang kanske frågan snarare är varför inte hela guldpositionen avvecklades.

Portföljperspektiv

Även om de långsiktiga avkastningsförväntningarna på guld är låga så fyller den gula metallen en viktig funktion i en portfölj av traditionella tillgångar. I nuläget är även den förväntade avkastningen på både aktier och obligationer rekordlåg, vilket måste beaktas. Ett scenario där guld presterar bättre än båda dessa i många år framöver är inte otänkbara. En allokering på mellan 5 och 20 procent till guld skulle troligen gynna de flesta sparare om resterande del av kapitalet ligger i aktier, obligationer och cash.⁷

Beroende på vad som driver guldpriset vid varje givet tillfälle varierar korrelationen⁸ med andra tillgångar över tid. Om exempelvis realräntorna faller kraftigt på grund av att nominella räntor faller kommer guldpriset troligen att korrelera med långa statsobligationer. Om istället centralbanken anses på tok för duvaktigt i en miljö med accelererande inflation är det sannolikare att guld korrelerar mer med aktier. Diagram 5 belyser hur korrelationen mellan guldpriset, globala aktier och långa amerikanska statsobligationer har förändrats under de senaste fem åren. I och med att korrelationen mäts rullande nittio dagar bakåt i tiden i diagrammet är förändringen mer relevant än nivån vid varje givet tillfälle. Perioder när guldpriset har rört sig mer som aktier och mindre som statsobligationer är orangemarkerade.

Gulds korrelation med:

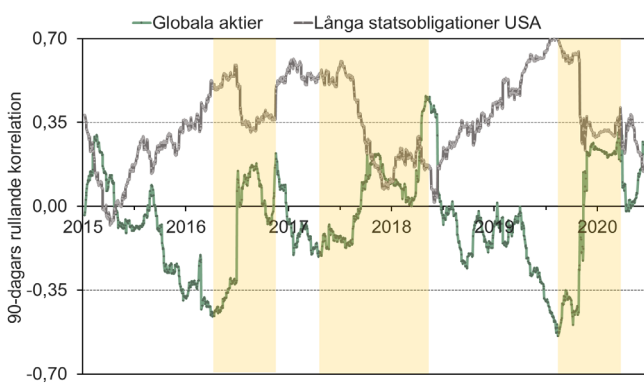


Diagram 5

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

När aktier sjönk kraftigt under sista kvartalet 2018 steg exempelvis guld tillsammans med statsobligationer, vilket var positivt. Däremot föll guld tillsammans med aktier i mars i år. Anledningen var troligen delvis att guld hade stigit mycket och var överköpt i slutet av februari. I det längre perspektivet har guld korrelerat mer med statsobligationer än med aktier.

Begreppet korrelation kan dock ibland vara vilseledande. Det är fullt möjligt för två negativt korrelerade tillgångar att röra sig åt samma håll eller två positivt korrelerade tillgångar att röra sig åt olika håll under en period. Anledningen till att diversifiera en portfölj är inte att uppnå en portfölj som inte går någonstans, utan att uppnå en portfölj som stiger på sikt men vars tillgångar inte stiger och faller samtidigt. Om aktier, statsobligationer och guld alla genererar positiv avkastning över tid, är det relevant att veta hur respektive tillgång presterar i en miljö där någon av de andra tillgångarna faller kraftigt.

I Diagram 6 och 7 återfinns svaret på den frågan. I diagram 6 åskådliggörs de tio sämsta kvartalen för globala aktier sedan 1972. Under dessa kvartal har aktier i genomsnitt fallit med knappt 18 procent. Långa statsobligationer steg i genomsnitt med nästan 9 procent, vilket förklarar varför kombinationen aktier och statsobligationer har blivit så populär. Statsobligationer steg dock bara i sju av dessa kvartal. I tre fall var avkastningen negativ precis när den som mest behövdes. Guld har generellt sett också presterat bra i börskrasher och genererat en snittavkastning på ungefär 3 procent dessa kvartal. Guld steg också hela 16 procent under tredje kvartalet 1990 när aktier och statsobligationer föll samtidigt. Trots att gulds korrelation med aktier har varit hög under året så steg faktiskt guldpriset 5 procent under första kvartalet när aktier föll med 21 procent. Guld har avkastat positivt sex av de tio kvartalen när aktier föll som mest. Inte heller guld fungerar jämt.

Snittavkastning för statsobligationer och guld under de tio sämsta kvartalen för aktier 1972-2020

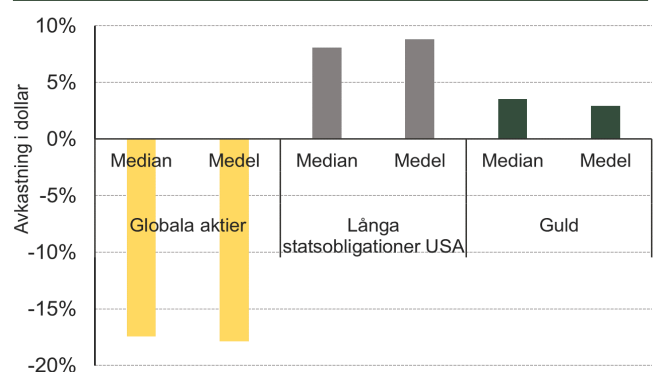


Diagram 6

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

⁷ Med cash menas sparande såsom statsskuldväxlar, certifikat och bankkonto.

⁸ Korrelation är det vanligaste måttet på hur två tidsserier samvarierar. Om korrelationen är 1 så rör sig serierna i samma riktning vid varje måttillfälle. Om korrelationen är -1 så rör sig serierna i motsatt riktning vid varje måttillfälle. Om korrelationen är 0 finns det inget linjärt samband.

I diagram 7 exemplifieras istället hur aktier och guld har presterat under de tio sämsta kvartalen för statsobligationer. Under dessa kvartal har statsobligationer i genomsnitt fallit med knappt 9 procent. Aktier har då skyddat portföljen i åtta fall av tio genom att i snitt stiga 3 procent. Guld har i genomsnitt varit oförändrat när statsobligationer faller kraftigt. Medianavkastningen har dock varit 1 procent och i sex av tio fall har guld faktiskt stigit. Detta innebär att guld överlag har varit en mer effektiv hedge för aktieportföljen, men har samtidigt även bidragit till att minska obligationsrisken. Under stagflationen på sjuttioalet och framför allt i lågkonjunkturerna i början av åttiotalet, var guld ett värdefullt komplement till de konventionella tillgångarna.

Snittavkastning för aktier och guld under de tio sämsta kvartalen för statsobligationer 1972-2020

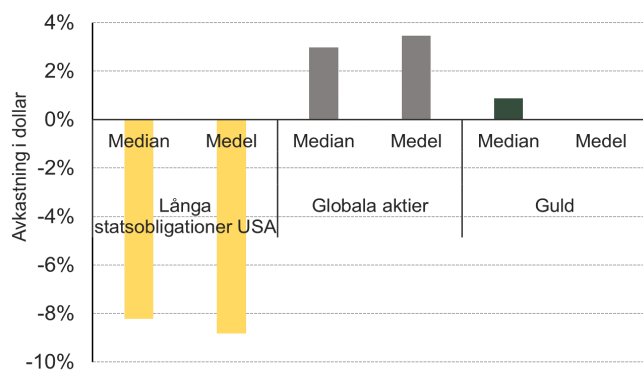


Diagram 7

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Portföljanslysen ovan skulle kunna involvera många fler tillgångar och vara mer djupgående, men för att begränsa längden på den här rapporten sparas det materialet till ett senare tillfälle. Det kan till och med vara värt att tillägna det här ämnet en hel strategirapport. Avslutningsvis är det passande att poängtera att varken aktier eller obligationer har skyddat portföljen i någon större utsträckning när guld har gått som sämst. Det här borde inte vara ett problem så länge guld utgör en mindre andel av portföljen än de andra två. Det är också anmärkningsvärt att sex av de tio sämsta kvartalen för guld skedde när inflationen var hög under de första tio åren i den här statistiken. Så även om guld fortsätter att stiga under många år framöver är det rimligt att förvänta sig nedgångar på 20 procent eller mer. Att taktiskt öka och minska allokeringen kan därmed medföra betydande fördelar jämfört med en statisk portföljvikt. Tajningen är självklart svår, men situationer där sentimentet är extremt positivt eller negativt går att identifiera i realtid.

Avslutande reflektioner

Målet med den här rapporten var att argumentera för att guld bör ingå i en bred portfölj. Det är en tillgång som har stigit i värde kontinuerligt under historien. Under långa perioder har den behållit köpkraften, men under senare årtionden även producerat en real avkastning. Guld är en volatil tillgång men i kombination med aktier, statsobligationer och cash medför den stora diversifieringsfördelar, speciellt i oroliga tider.

Med det sagt kan guld bli övervärderat precis som alla andra tillgångar. När risk-avkastningsförhållandet försämrats bör en aktiv förvaltare minska eller helt sälja positionen. I skrivande stund bedöms risken för betydande prisfall och hög korrelation med aktier som tillräckliga skäl för att vara mindre exponerad. Om sentimentet går från extremt positivt till negativt eller om tydliga tecken på accelererande inflation förverkligas är det sannolikt vettigt att öka exponeringen på nytt. Guldpriset kan fördubblas från nuvarande nivåer, men för att det ska ske krävs förmodligen en miljö med accelererande inflation och kraftigt negativa realräntor. Och där är vi inte än.

Det finns en annan aspekt också. Pondera att guldpriset hade fortsatt falla efter att den första allokeringen skedde i december 2015. Investerare i Saxxum Aktiv hade då i princip varit de enda spararna i en svensk allokeringssfond som förlorade pengar på guld. Förvaltaren hade fått skämmas – hur kunde han satsa spararnas pengar på en värdelös klump metall? Nu är investerarna istället de enda spararna i en svensk allokeringssfond som prickade botten i guldpriset och som dubblade pengarna. Om nivån på runt 2 000 dollar per uns sen visar sig ha varit den absoluta toppen för den här gången så realiserades i alla fall en vinst på nästan halva investeringen. Och om guldpriset fortsätter stiga utan några större prisfall, ja då är Saxxum Aktiv fortsatt den enda svenska allokeringssfonden som får del av den avkastningen, även om det bara är på halva beloppet.

Den här strategirapporten publicerades den 15 oktober 2020.

Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 13 oktober 2020.



PEDER DU RIETS, CFA

Ansvarig för global tillgångsallokering
hos Aktie-Ansvar