

Gull

Oslo, 9. september 2019

En refleksjon

"[credit] is an evidence of banking, but it is not the money itself. Money is gold, and nothing else."

J. P. Morgan i høring hos den amerikanske kongressen, 18. desember 1912

Makro

Gull har hatt en unik rolle i global økonomi. Verden over har dette edelmetallet vært brukt til betalingsmiddel, verdiopprekking og smykker i tusenvis av år, samt innen teknologi i senere år.

Det britiske imperiet formaliserte retten til å bytte inn pundet i gull i 1821. Dette ble starten på en æra med gullstandard for mange land. Gull var forankringen for valutaenes verdi, og valutakursene var dermed relativt stabile. Det var i denne æraen den legendariske bankmannen J. P. Morgan gav sitt velkjente sitat om gull. Selv om kreditt er et aktivt for långiver, er den samtidig en forpliktelse for låntaker. Gull er også et aktivt for eieren, men har derimot ingen motpart. Dette enkle faktum var en pilar under gullstandarden og en faktor for J. P. Morgan sin forståelse av gull som den eneste reelle mynt.

Etter andre verdenskrig overtok amerikanske dollar som verdens sentrale valuta. Bretton Woods-avtalen, signert mellom 44 nasjoner i 1944, la grunnlaget for dette og knyttet valutaene opp mot USD og gull. I 1971 satte USA innbytteretten til side, og gulletts rolle for verdens valutaer var over. Nå danner sentralbankenes balanser og økonomiens kredittvolum grunnlaget for pengemengden, ikke bare gullreservene.

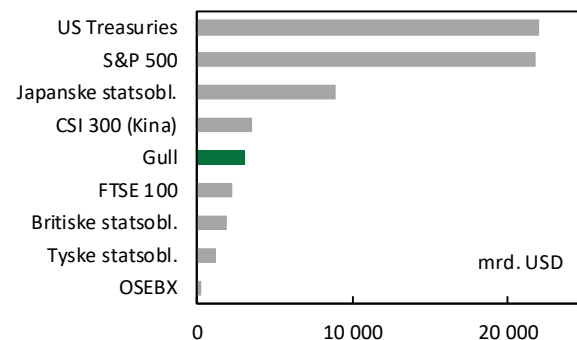
Selv om vi nok ikke lenger kan definere penger som gull, som J. P. Morgan gjorde, har metallet beholdt en sterk posisjon. Fremdeles har verdens sentralbanker store gullbeholdninger. Ifølge World Gold Council besitter offentlige myndigheter 17 % av verdens utvunnet gull, mens gullbarrer og gullmynter tilgjengelig for privat investeringer utgjør 21 % av verdens gull. 49 % av gullet inngår i smykker, mens resten er i industrielt bruk eller ikke er redegjort for.

Gull som investering er blitt kritisert, blant annet av Warren Buffet i Berkshire Hathaway sitt årsbrev for 2011: «The second major category of investments involves assets that will never produce anything, but that are purchased in the buyer's hope that someone else – who also knows that the assets will be forever unproductive – will pay more for them in the future. ...

The major asset in this category is gold». Hans poeng er at gull ikke er en produksjonsfaktor. Det skaper ikke en løpende avkastning, som investering i aksjer, eiendom eller obligasjoner.

På tross av denne kritikken er gull en stor aktivklasse i verdensøkonomien. Figuren under viser verdien av det gullet som er i sentralbankers og privat eie som gullbarrer og gullmynter. Den samlede verdien er større enn den samlede verdien av britiske statsobligasjoner og 14 % av markedsverdien til aksjene som inngår i den amerikanske aksjeindeksen S&P 500.

Markedsverdi for ulike finansielle aktiva



Kilde: Bloomberg, Federal Ministry of Finance,

UK Treasury, World Gold Council, per des. 2018

For enkelte utgjør deres beholdning av fysisk gull en krisereserve. For de fleste er nok heller gullet en generell diversifiserende investering, med lav og negativ korrelasjon med andre aktivklasser.

BCA Research sin Commodity & Energy Strategy fra 31. januar 2019 hevder at gullverdien historisk har steget mest i perioder hvor den amerikanske statsrentekurven har flatet ut, som den har gjort i år. Etterspørselen etter gull fra private investorer og sentralbanker har i år vært sterk, og gullprisen har steget med rundt 20 % hittil i år.

Vi gir ikke her en allmenn anbefaling av investering i gull, men belyser aktivklassens rolle for økonomien og investor.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært sterk hittil i år etter fallet i 2018. Per 31. august hadde indeksen steget 20,1 % målt i NOK og 14,6 % målt i lokal valuta hittil i år. IT og eiendom har hatt sterkst avkastning blant sektorene. Selv energi, med svakest utvikling blant sektorene, har gitt 7,6 % avkastning hittil i år. MSCI Developed World steg i samme periode 21,6 %, mens indeksen MSCI Emerging World steg 9,7 %, begge målt i NOK.

Hittil i år, per 31. august hadde Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steget 9,6 %. Finans hadde sterkst avkastning blant sektorene, med 16,9 % avkastning.

Løpende rente til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 1,1 % per 31. august, mot 1,5 % ved nyttår. Norske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet og 3 års durasjon, som målt ved Nordic Bond Pricing (NBP) sin indeks NORM123D3, har gitt 2,5 % avkastning hittil i år per 31. august. Løpende avkastning var 1,9 % per 31. august, mot 2,2 % ved nyttår. Norske høyrenteobligasjoner valutasikret, som målt ved NBP

sin indeks HYNK har gitt 4,5 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning har falt fra 7,6 % til 7,1 % siden nyttår.

Hittil i år, per 31. august har gullprisen steget med 18,6 %. Kobberprisen har falt 4,9 % og aluminiumprisen har falt 7,5 %. Alle råvarepriser er målt i USD. Oljeprisen har steget med 12,3 %.

I august falt løpende avkastning for både norske statsobligasjoner og norske kredittobligasjoner og gav en god avkastning for obligasjonene. Dette sammenfalt med markant fall i lange renter i flere større økonomier. Selv om råvareprisene har steget hittil i år, falt disse tilsvarende noe tilbake i august, mens gullprisen steg markant.

Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet. Hittil i år, per 31. august har USD, EUR og GBP styrket seg mot NOK med henholdsvis 5,6 %, 1,1 % og 0,6 %, mens SEK har svekket seg mot NOK med 5,0 %.

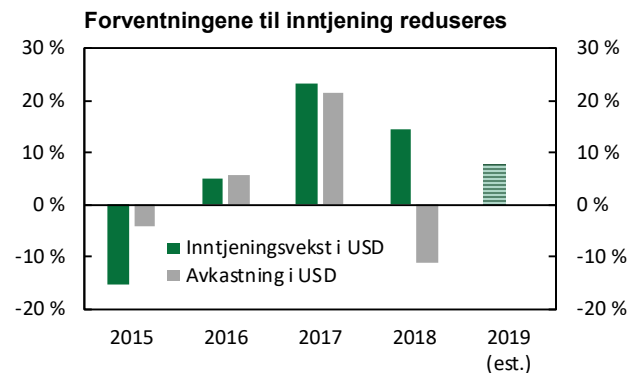
Likviditet, Verdi og Sentiment

Inntjeningsutviklingen for selskapene danner et fundamentalt grunnlag for deres verdi. Forventningene til inntjeningsutviklingen og endringer i denne er derfor en av de sterke driverne for avkastningen i aksjemarkedene. Figuren til høyre viser at det var en sterk inntjeningsvekst i globale aksjer under den brede, sykliske oppgangen fra siste del av 2016 og gjennom 2017, med tilhørende god avkastning. I 2018 var det også god inntjeningsvekst, mens strammere finansielle rammevilkår bidro til negativ avkastning. Konsensusforventningene for inntjeningsveksten i 2019 var 14 % ved inngangen til året. Den er nå redusert til 7 %, men det er dog fremdeles forventning til vekst.

Denne underliggende utviklingen har gitt uttelling for kvalitetsselskaper, da markedet ser hen til veletablerte selskaper med stabil inntjening. MSCI AC World Quality er en stilindeks som fokuserer på aksjer med sterk egenkapitalavkastning, lav gjeldsgrad og stabil inntjening. Denne indeksen har gitt 25,3 % avkastning mot 20,1 % for den brede MSCI AC World. Begge avkastningene er i NOK.

Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og den underliggende økonomiske veksten er svakere enn før. Det er forventninger om fortsatt vekst, men med en svakere veksttakt.



Kilde: Bloomberg

Sentimentet i markedet er blandet. Både det amerikanske, europeiske og norske aksjemarkedets indeksverdier er nå omtrent på 50 og 100 dagers glidende snitt. Det amerikanske og europeiske aksjemarkedet er over 200 dagers glidende snitt, mens det norske aksjemarkedet er omtrent på dette snittet.

Verdsettingen er sensitiv til pengepolitikk, geopolitiske spenninger og inntjeningsutvikling. Vi har om lag nøytralvekt i aksjer, overvekt i høyrente og undervekt i rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 31. august 2019

| Avkastningsperiode, ikke annualisert: | siste mnd | 3 mnd | hittil i år | 12 mnd | 3 år | 5 år | kurs/yield |
|--|-----------|---------|-------------|---------|---------|---------|------------|
| Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd | 0.1 % | 0.3 % | 0.7 % | 0.9 % | 1.9 % | 3.6 % | 1.29 % |
| Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år | 0.5 % | 0.8 % | 1.4 % | 1.9 % | 2.8 % | 8.2 % | 1.11 % |
| Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år | 1.0 % | 1.6 % | 3.1 % | 3.6 % | 3.9 % | 13.0 % | 1.10 % |
| NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3) | 0.8 % | 1.3 % | 2.5 % | 2.8 % | 6.0 % | -- | -- |
| NBP høyrenteobligasjoner (HYNK) | 0.1 % | 0.9 % | 4.5 % | 4.5 % | 28.1 % | -- | -- |
| Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK | 2.1 % | 4.2 % | 8.3 % | 9.1 % | 8.9 % | 21.1 % | 1.41 % |
| Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK | 2.3 % | 4.3 % | 8.3 % | 9.2 % | 8.5 % | 20.8 % | 1.19 % |
| Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK | -1.5 % | 1.9 % | 8.0 % | 5.5 % | 13.0 % | 24.0 % | 6.15 % |
| Oslo Børs Fondsindeks | 0.6 % | 1.6 % | 9.6 % | -3.0 % | 37.5 % | 44.0 % | 840.56 |
| Oslo Børs Hovedindeks | 0.3 % | 1.1 % | 7.7 % | -5.0 % | 39.2 % | 41.2 % | 852.65 |
| Oslo Børs Small Cap Index | -5.7 % | -4.2 % | 4.4 % | -14.8 % | 10.3 % | -10.2 % | 592.10 |
| Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks | -0.4 % | 0.6 % | 14.1 % | 9.6 % | 87.2 % | 98.7 % | 2 004.70 |
| Oslo Børs Eiendomsindeks | 4.0 % | 5.5 % | 15.9 % | 13.1 % | 31.5 % | 85.4 % | -- |
| VINX Benchmark Cap | 1.7 % | 6.2 % | 12.4 % | 1.0 % | 27.9 % | 66.5 % | 411.83 |
| MSCI All Countries (AC) World Local | -2.0 % | 4.6 % | 14.6 % | 0.8 % | 32.2 % | 42.0 % | -- |
| MSCI All Countries (AC) World | 0.5 % | 8.7 % | 20.1 % | 8.5 % | 42.5 % | 92.6 % | -- |
| MSCI Developed World | 0.8 % | 9.3 % | 21.6 % | 9.0 % | 44.3 % | 98.4 % | -- |
| MSCI Emerging World | -2.1 % | 4.0 % | 9.7 % | 4.0 % | 29.5 % | 50.1 % | -- |
| MSCI Frontier World | 1.3 % | 7.5 % | 19.1 % | 17.4 % | 40.4 % | 41.8 % | -- |
| MSCI Developed Europe (EMEA) | 0.3 % | 6.3 % | 16.9 % | 5.5 % | 30.1 % | 55.2 % | -- |
| MSCI Emerging Europe (EMEA) | -3.7 % | 3.6 % | 14.1 % | 18.2 % | 36.2 % | 35.1 % | -- |
| MSCI Developed North America | 1.1 % | 11.0 % | 24.7 % | 11.0 % | 52.5 % | 123.4 % | -- |
| MSCI Emerging Latin America | -5.5 % | 1.7 % | 9.4 % | 18.4 % | 28.9 % | 19.6 % | -- |
| MSCI AC Asia Pacific ex Japan | -1.6 % | 4.6 % | 11.8 % | 3.5 % | 32.3 % | 63.8 % | -- |
| MSCI Japan | 1.9 % | 7.2 % | 12.7 % | 2.7 % | 28.1 % | 84.6 % | -- |
| MSCI AC Consumer Discretionary | 1.0 % | 11.0 % | 23.1 % | 8.7 % | 48.2 % | 114.5 % | -- |
| MSCI AC Consumer Staples | 4.4 % | 11.7 % | 24.3 % | 20.0 % | 27.9 % | 96.1 % | -- |
| MSCI AC Energy | -4.5 % | 0.2 % | 7.6 % | -8.4 % | 14.2 % | 7.5 % | -- |
| MSCI AC Financials | -2.7 % | 4.1 % | 14.0 % | 3.1 % | 37.6 % | 72.7 % | -- |
| MSCI AC Health Care | 2.9 % | 9.8 % | 14.1 % | 8.2 % | 36.5 % | 99.2 % | -- |
| MSCI AC Industrials | -0.1 % | 7.7 % | 20.9 % | 6.8 % | 37.3 % | 92.8 % | -- |
| MSCI AC Information Technology | 0.6 % | 13.7 % | 32.6 % | 12.4 % | 87.1 % | 192.1 % | -- |
| MSCI AC Materials | -1.6 % | 6.5 % | 13.1 % | 1.8 % | 34.0 % | 56.7 % | -- |
| MSCI AC Real Estate | 4.4 % | 8.4 % | 24.8 % | 20.2 % | 31.0 % | 91.7 % | -- |
| MSCI AC Communication Services | 0.7 % | 9.0 % | 21.4 % | 19.6 % | 17.4 % | 58.0 % | -- |
| MSCI AC Utilities | 5.5 % | 10.7 % | 21.2 % | 25.2 % | 40.7 % | 90.4 % | -- |
| USDNOK | 2.9 % | 4.2 % | 5.6 % | 8.8 % | 9.5 % | 47.3 % | 9.10 |
| EURNOK | 2.1 % | 2.4 % | 1.1 % | 3.0 % | 7.8 % | 23.1 % | 10.06 |
| GBPNOK | 2.9 % | 0.2 % | 0.6 % | 2.0 % | 1.3 % | 7.8 % | 11.09 |
| SEKNOK | 1.1 % | 0.6 % | -5.0 % | 1.3 % | -4.6 % | 4.6 % | 0.93 |
| Bloomberg Commodity | -2.3 % | -0.4 % | 1.9 % | -5.9 % | -2.6 % | -36.1 % | -- |
| Bloomberg Agriculture and Livestock | -5.7 % | -9.5 % | -9.5 % | -9.7 % | -22.8 % | -38.6 % | -- |
| Brent Crude (ICE) | -7.3 % | -6.3 % | 12.3 % | -21.9 % | 28.5 % | -41.4 % | 61.08 |
| Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg) | -7.7 % | -15.5 % | -11.0 % | -2.2 % | -8.1 % | 48.3 % | 51.82 |
| Gull spot | 7.5 % | 16.5 % | 18.5 % | 26.5 % | 16.1 % | 18.1 % | 1 527.70 |
| Aluminium spot | -2.7 % | -2.7 % | -7.4 % | -18.0 % | 8.1 % | -17.4 % | 1 723.00 |
| Kobber spot | -4.2 % | -2.6 % | -4.9 % | -5.2 % | 22.8 % | -19.3 % | 5 710.25 |

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av globale renteindeks (avkastning i USD),

MSCI All Countries (AC) World Local (avkastning i lokal valuta) og råvareindeksene (avkastning i USD).

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.